

Direction générale de la recherche

DOCUMENT DE TRAVAIL

LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BCE AU REGARD DE L'ARTICLE 105 DU TRAITÉ CE

Série affaires économiques

ECON 112 EN

Cette publication sera disponible en anglais

Un résumé en sera proposé dans toutes les langues de la Communauté.

Une liste des publications disponibles dans la série Affaires économiques figure à la fin de ce document.

ÉDITEUR : Parlement européen
L-2929 Luxembourg

AUTEUR : Professor Dr. Peter Bofinger
Universität Würzburg

RESPONSABLE DE LA PUBLICATION :

Ben Patterson
Direction générale de la recherche
Division affaires économiques
Téléphone : (00352)4300-24114
Télécopie : (00352)4300-27721
E-Mail: GPATTERSON
Internet: gpatterson@europarl.eu.int

Les opinions exprimées dans ce document de travail sont celles de l'auteur et ne reflètent pas nécessairement la position du Parlement européen.

La reproduction et la traduction à des fins non commerciales sont autorisées, à condition que la source soit citée et que l'éditeur en soit averti et reçoive au préalable une copie du document.

Manuscrit terminé en avril 1999.

EUROPEAN PARLIAMENT

Direction générale de la recherche

DOCUMENT DE TRAVAIL

LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BCE AU REGARD DE L'ARTICLE 105 DU TRAITÉ CE

Série affaires économiques

ECON 112 EN

04-99

Résumé et conclusions

La BCE s'est excellemment acquittée de la tâche consistant à préparer le lancement de l'euro et à assurer la conduite de la politique monétaire commune de l'Union européenne au cours de premiers mois très délicats. Cette phase de mise en place étant désormais presque achevée, il convient d'analyser plus en profondeur les aspects stratégiques de la politique monétaire de la BCE. En affichant une politique monétaire visant la stabilité, la BCE s'est employée à arrêter une stratégie qui soit transparente et réponde aux défis spécifiques de la période d'introduction de la monnaie unique. Il ressort toutefois de la présente étude que de substantielles améliorations ou des clarifications doivent être apportées sur plusieurs points.

S'agissant de l'objectif ultime de la politique monétaire, le refus catégorique de la BCE d'assumer en quelque façon la responsabilité de la stabilisation macroéconomique à court terme doit être discuté plus en profondeur. En tout premier lieu, le bilan favorable de l'action conduite par la Réserve fédérale ou par la Bundesbank témoigne de la possibilité d'atténuer dans une certaine mesure, malgré la doctrine officielle, les chocs imputables à la demande. Une meilleure information sur ces chocs faciliterait la compréhension du rapport entre la stabilité des prix et l'emploi. Le grand public se rendrait compte que la stabilité des prix peut s'accompagner, bien souvent, de la stabilité en termes de production et d'emploi. Réagir à de tels chocs d'une manière appropriée impliquerait, pour la BCE, de définir plus nettement l'objectif d'inflation, de préférence sous la forme d'une fourchette comportant une limite supérieure et une limite inférieure bien précises. En l'absence d'une étude approfondie de ces questions, la stratégie à moyen terme de la BCE risque d'entraîner des fluctuations indésirables de la production et de l'emploi tant il est difficile de définir une politique de taux d'intérêt qui soit neutre. Rien ne justifie une contribution spécifique de la BCE à la lutte contre le chômage dans la zone euro. L'instauration du nouveau cadre monétaire dans lequel se trouvent réunis tous les pays membres de la zone euro est déjà à l'origine d'une forte baisse des taux d'intérêt réels à long terme, ce en quoi réside la plus utile contribution qu'une politique monétaire peut apporter à la croissance et à l'emploi.

Le système de pilotage de la BCE, fondé sur les deux piliers que sont le « taux de référence » de la croissance de la « monnaie dans sa définition large » et « l'évaluation sur une large base des perspectives d'évolution future des prix », doit être sensiblement modifié. En effet, il ne satisfait sous sa forme actuelle ni au critère de la transparence, ni à celui de la responsabilité. En outre, il risque de ne pas pouvoir détecter le plus tôt possible les chocs dus à la demande ou à l'offre. Le taux de référence peut être considéré comme une forme rudimentaire d'objectif de croissance de la masse monétaire. Cependant, il est permis de se demander quel rôle un tel « taux de référence » peut jouer si la BCE n'en a pas la maîtrise. L'« évaluation sur une large base » évoque la « prévision d'inflation », mais la BCE dément cette interprétation. Il est difficilement compréhensible que cette évaluation ne porte pas sur les agrégats monétaires et les taux d'intérêt à court terme. La corrélation entre les deux piliers n'est pas claire. La stratégie de « cible d'inflation » mise en oeuvre par la Banque d'Angleterre et d'autres banques centrales apparaît plus transparente que la politique monétaire visant la stabilité, caractérisée par les ambiguïtés mentionnées ci-dessus. Cela est encore plus vrai lorsque la banque centrale adjoint à la prévision d'inflation une projection de la croissance en termes réels. La concurrence entre de nombreux instituts nationaux ou internationaux de prévision garantit un degré élevé de responsabilité. S'agissant des indicateurs de l'orientation effective de la politique monétaire, la BCE n'a pas indiqué explicitement lequel ou lesquels d'entre eux doit ou doivent être retenu(s). Toutefois, elle met de plus en plus l'accent, dans ses bulletins, sur le taux d'intérêt réel à court terme, indicateur

qui présente, il est vrai, l'avantage de pouvoir être totalement contrôlé à court terme par la banque centrale. Le taux d'intérêt réel à court terme exerce un effet très puissant sur les taux que les banques commerciales appliquent à leurs clients. Toutes les récessions ont été déclenchées par une forte augmentation de ces taux. La courbe de rendement offre de nombreuses similitudes avec l'évolution du taux d'intérêt à court terme, mais n'est pas parfaitement contrôlable et n'a pas de fondement théorique solide. Étant donné l'importance du taux d'intérêt réel à court terme, l'orientation actuelle de la politique monétaire de la BCE apparaît plus expansionniste que ce fut le cas au cours des dix-huit dernières années. Cependant, la règle de Taylor et l'expérience de la Réserve fédérale montrent qu'il existe encore un certain potentiel de réduction des taux d'intérêt à court terme.

Il n'est pas possible, à ce stade, de répondre clairement à la question fondamentale posée par la sous-commission, c'est-à-dire celle de savoir « si la BCE interprète et met en oeuvre correctement l'article 105 du traité ». Il est sans doute nécessaire d'établir une distinction entre la politique monétaire visant la stabilité et la politique réelle de la BCE en matière de taux d'intérêt. Si l'on prend à la lettre la politique monétaire visant la stabilité, on peut conclure que la BCE suivra une politique monétaire moins réactive aux chocs induits par la demande que la politique de la Réserve fédérale ou de la Bundesbank. Dans cette hypothèse, la BCE n'utiliserait pas pleinement ses capacités de stabilisation de la production en termes réels et de l'emploi, alors même qu'une telle politique ne remettrait pas en cause l'objectif de la stabilité des prix. Il faudrait considérer que la BCE n'appuie pas pleinement les politiques économiques conduites dans la Communauté. Toutefois, il est très malaisé de faire le point sur ces questions, car la définition des « deux piliers » de la politique monétaire visant la stabilité est très imprécise. Par conséquent, il convient d'appeler la BCE à expliciter sa stratégie et à reconsidérer sa position quant à la stratégie de « cible d'inflation ».

La BCE manifeste dans ses décisions concrètes un degré de souplesse difficilement conciliable avec la politique monétaire visant la stabilité et les déclarations de ses dirigeants. En témoigne le fait que le niveau actuel des taux d'intérêt ne s'écarte que de 0,5% du taux de Taylor, lequel repose sur une conception très volontariste de la politique monétaire. La politique monétaire que la BCE conduit dans les faits répond donc beaucoup plus strictement aux exigences du traité que son cadre conceptuel. En ce sens, la BCE s'inscrit tout à fait dans la tradition de la Bundesbank, qui confessait officiellement une doctrine monétariste, mais appliquait une politique très pragmatique.

Sommaire

1. Introduction	1
2. Les objectifs finaux de la politique monétaire	2
2.1. <i>La définition de la BCE</i>	2
2.2. La stabilité des prix face à la production réelle et à l'emploi	2
2.2.1. <i>Chocs de la demande</i>	3
2.2.2. <i>Chocs de l'offre</i>	5
2.2.3. <i>Orientation de la politique macroéconomique</i>	5
2.3. <i>La définition quantitative de la stabilité des prix</i>	7
2.4. <i>Une contribution spécifique de la politique monétaire au problème du chômage ?</i>	10
3. Les « deux piliers »	11
3.1. <i>« Rôle de premier plan assigné à la monnaie »</i>	11
3.1.1. <i>Contrôle de l'agrégat monétaire M3</i>	11
3.1.2. <i>Implications pour la politique de la BCE</i>	13
3.2. <i>« Une évaluation des perspectives d'évolution des prix reposant sur une large gamme d'indicateurs »</i>	14
3.3. <i>« Une stratégie nouvelle et bien spécifique ? »</i>	16
3.4. <i>Pourquoi pas une cible d'inflation ?</i>	16
4. Objectifs opérationnels et indicateurs de la BCE	19
4.1. <i>Le taux d'intérêt réel à court terme</i>	19
4.2. <i>La courbe des rendements</i>	21

Tableaux

Tableau 1 : Cibles d'inflation implicites de la Bundesbank.....	8
Tableau 2 : Orientation optimale de la politique monétaire.....	9
Tableau 3 : Règle de Taylor et chocs	10
Tableau 4 : Cibles d'inflation des autres banques centrales.....	12

Graphiques32

Graphique 1 :	Choc de la demande
Graphique 2 :	Choc de l'offre – court terme
Graphique 3 :	Choc de l'offre – long terme
Graphique 4 :	Taux nominal à court terme et écart de production – Allemagne
Graphique 5 :	Taux nominal à court terme et écart de production – États-Unis
Graphique 6 :	Règle de Taylor – États-Unis
Graphique 7 :	Règle de Taylor – Allemagne
Graphique 8 :	Choc de la demande et taux d'intérêt (Modèle IS/LM)
Graphique 9 :	Taux d'intérêt réels à long terme
Graphique 10 :	Agrégat monétaire large et taux d'intérêt à court terme – zone euro
Graphique 11 :	Objectif monétaire de la Bundesbank et M3 réel
Graphique 12 :	Agrégat monétaire large et inflation – zone euro
Graphique 13 :	Taux du marché monétaire et taux des prêts des banques commerciales – Allemagne
Graphique 14 :	Taux d'intérêt réels à court terme et PIB réel – Allemagne
Graphique 15 :	Taux d'intérêt réels à court terme et PIB réel – États-Unis
Graphique 16 :	Taux d'intérêt réels à court terme
Graphique 17 :	Règle de Taylor pour la zone euro
Graphique 18 :	Taux réel à court terme et structure des rendements – Allemagne
Graphique 19 :	Taux nominaux à long terme et à court terme – zone euro

1. Introduction

La Banque centrale européenne (BCE) et l'euro ont à l'évidence pris un excellent départ et, surtout, le niveau historiquement bas des rendements obligataires à long terme traduit l'énorme capital de confiance dont jouit la nouvelle monnaie auprès des investisseurs internationaux. Ce succès est principalement dû à la pertinence du cadre monétaire prévu par le Traité de Maastricht mais aussi au travail préparatoire mené par l'Institut monétaire européen (IME) et la BCE. Après la réussite du lancement de l'euro, il convient maintenant d'engager une analyse plus approfondie de la politique monétaire de la BCE telle qu'elle est décrite dans la « stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité ».¹

Dans ma présentation, j'adopterai le plan suivant pour analyser cette stratégie :

- Au niveau des **objectifs finaux** de la politique monétaire, j'examinerai les implications théoriques de l'objectif de stabilité des prix à moyen terme poursuivi par la BCE sur les autres objectifs macroéconomiques. Cette analyse illustre la capacité de la BCE à remplir le mandat qui lui est confié par l'article 105 du Traité.
- Afin d'atteindre l'objectif de stabilité des prix et de permettre, dans la mesure du possible, la réalisation des autres objectifs macroéconomiques, la BCE a besoin d'un « **système de pilotage** ». Il devrait aider à déterminer si les objectifs principal et secondaires d'une politique peuvent être remplis ou si une approche plus restrictive ou plus expansionniste doit être mise en œuvre. La BCE a décidé d'assigner un « rôle de premier plan » à la monnaie en retenant l'agrégat monétaire M3 comme « valeur de référence » pour sa politique monétaire. Le second pilier de sa stratégie comprend « l'évaluation des perspectives d'évolution des prix fondée sur une large gamme d'indicateurs ». J'examinerai la question de savoir si les deux piliers de la « stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité » peuvent être considérés comme un « système de pilotage » transparent, notamment par rapport à la stratégie de ciblage de l'inflation.
- Au niveau des **objectifs opérationnels**, il importe qu'une stratégie de politique monétaire montre si l'orientation prise est en phase avec les besoins identifiés par le « système de pilotage ». Voilà qui conduit au délicat problème de la définition des indicateurs pertinents pour la politique monétaire. La présente analyse se réfère à plusieurs indicateurs (structure des rendements, taux d'intérêt nominaux et réels, taux d'intérêt à long terme et à court terme). La BCE ne s'est pas encore clairement prononcée sur les indicateurs qu'elle entend utiliser.

Sur la base de ce plan, j'essaierai d'élaborer un cadre simple d'analyse de la politique monétaire européenne. S'il n'est certes pas possible de répondre à toutes les questions susceptibles de se poser, notre propos vise au moins à mettre en évidence les domaines pour lesquelles les recherches doivent être poursuivies.

¹ La stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité a été rendue publique dans les communiqués de presse BCE des 13 octobre et 1^{er} décembre 1998. Elle est analysée en détail dans le bulletin mensuel de janvier 1999 de la BCE (1999a).

2. Les objectifs finaux de la politique monétaire

2.1. *La définition de la BCE*

L'article 105 (1) du Traité stipule que « l'objectif principal du SEBC est de maintenir la stabilité des prix. Sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans la Communauté, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de la Communauté, tels que définis à l'article 2 ». Dans sa « stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité », la BCE a proposé une formulation plus précise de son objectif :

« La stabilité des prix est définie comme une progression sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) inférieure à 2 % dans la zone euro ».

et :

« La stabilité des prix doit être maintenue à moyen terme ».

Cette définition de l'objectif principal de la politique monétaire de la BCE est beaucoup plus explicite que les formulations qui figuraient dans le précédent Bundesbank Act ou dans le Federal Reserve Act. Elle soulève néanmoins trois points importants :

- Qu'implique la prédominance de la stabilité des prix pour la poursuite des autres objectifs macroéconomiques ?
- Plus précisément, l'orientation de la BCE à moyen terme est-elle en phase avec les conditions de l'article 105 du Traité ? Comment établir des comparaisons avec les pratiques des autres banques centrales ?
- La définition concrète de la « stabilité des prix » donnée par la BCE offre-t-elle suffisamment de transparence ? Comment prend-elle en compte les délicates questions posées par la mesure de l'inflation ?

2.2. **La stabilité des prix face à la production réelle et à l'emploi**

Pour examiner les relations entre la stabilité des prix et les autres objectifs macroéconomiques, il est utile de se placer dans un cadre macroéconomique de base. Cette approche permet d'analyser les effets des chocs majeurs sur le niveau des prix, d'une part, et sur la production (ou l'écart de production) et l'emploi, d'autre part. On distingue :

- le **choc de la demande**, tel qu'une baisse (ou une augmentation) de la demande d'exportation consécutive à une appréciation (ou une dépréciation) en termes réels ou à un recul (ou un accroissement) des investissements privés résultant d'une détérioration (ou une amélioration) de la confiance des chefs d'entreprise.
- le **choc de l'offre**, tel qu'une baisse (ou une augmentation) du prix des matières premières ou un recul (ou un accroissement) des salaires nominaux qui n'est pas en phase avec les évolutions de la productivité.

En cas de **choc négatif de la demande**, la courbe de la demande globale (AD) se décale vers la gauche (graphique 1). Le niveau des prix, ainsi que la production réelle (il se crée un écart de production Y^*-Y') et l'emploi, baissent. Dans ce contexte, une banque centrale axée sur les prix mettra en œuvre une politique de relance monétaire. Sur notre modèle, la courbe de la demande globale retrouve son niveau initial. Il n'existe donc aucun conflit entre la stabilité des prix, d'une part, et la production réelle et l'emploi, d'autre part.²

En cas de **choc de l'offre**, la situation est plus complexe. À titre d'exemple, si les prix du pétrole enregistrent une hausse importante, la courbe de l'offre globale (AS) se décale vers la gauche (graphique 2). La banque centrale a le choix entre trois options principales :

- essayer de maintenir le niveau de la production réelle en appliquant une politique de relance monétaire. Le résultat est une hausse des prix encore plus importante.
- essayer de stabiliser le niveau des prix en adoptant une politique monétaire restrictive. La baisse de la production est alors amplifiée.
- opter pour la neutralité, c'est-à-dire préserver la stabilité de la masse monétaire. Dans ce cas, le choc affecte les deux objectifs plus ou moins de la même façon.

Ce conflit est toutefois très limité dans le temps, cette courbe d'offre globale à la pente très accentuée n'étant valable que dans le cadre d'une analyse à très court terme. Elle est extrêmement tributaire de salaires **nominaux** fixes. Dès que ces salaires sont libérés, la courbe de l'offre adopte une position **verticale** (graphique 3). En raison du choc de l'offre, il y a eu fléchissement du niveau de production assurant le plein emploi. La politique monétaire n'est plus en mesure de garantir le précédent niveau d'emploi ou de production. Pour l'atteindre, il faut que les syndicats soient prêts à accepter une baisse des salaires réels, laquelle ramènerait la courbe AS à son niveau initial. Ce n'est que dans des situations très spéciales, où les syndicats acceptent une réduction des salaires **réels** et non pas **nominaux**, qu'une politique de relance monétaire pourrait contribuer à restaurer à moyen terme le niveau d'emploi antérieur.

2.2.1. Chocs de la demande

Comment « la stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité » aborde-t-elle ces deux cas de figure ? D'une part, les discours des membres du directoire et certaines publications de la BCE pourraient laisser supposer que les **chocs de la demande** ne jouent pas un rôle majeur dans la philosophie de cet établissement. La déclaration générale du Président Duisenberg (1999b) en est un exemple :

Une réaction de politique monétaire aux pressions inflationnistes ou déflationnistes peut entraîner des fluctuations à court terme de la production réelle.

Elle n'a de sens que dans le contexte précis d'un choc de l'offre. Si une pression inflationniste ou déflationniste survient dans le cadre d'un choc de la demande, la réaction de

² Voir également Mishkin (1998, p. 24). Certes, les cibles d'inflation peuvent accroître la capacité de réaction de la banque centrale aux baisses des dépenses globales ; en effet, les reculs de la demande globale qui entraînent la chute du taux d'inflation sous le plancher fixé vont automatiquement inciter la banque centrale à assouplir sa politique monétaire sans craindre que son action provoque une poussée des anticipations inflationnistes.

politique monétaire contribue – comme le montre le graphique 1 – à stabiliser les niveaux de la production et de l’emploi. D’autre part, la BCE ne semble pas prête à réagir aux chocs de la demande. Duisenberg (1999a) l’exprime en ces termes :

Il serait par trop ambitieux, et donc par trop risqué, de diriger l’économie à court terme. Des opérations de réglage fin risqueraient de conduire à l’instabilité plutôt qu’à la stabilité.³

et :

L’orientation à moyen terme de la politique monétaire de l’Eurosystème devrait contribuer à éviter des fluctuations excessives de l’activité économique réelle. (Duisenberg 1999b)

On peut donc en conclure que la BCE ne semble pas avoir pleinement conscience des chocs de la demande ou qu’elle n’a aucune méthode adéquate pour aborder ces perturbations. La deuxième hypothèse pourrait être corroborée par l’importante littérature théorique qui met constamment en avant le problème des délais longs et fluctuants en politique monétaire soulevé par Friedman. Bien que ces questions soient tout à fait pertinentes, il semble difficile d’ignorer complètement les fluctuations cycliques à court terme dans la conduite d’une politique monétaire.

Premièrement, il est évident que les grandes banques centrales font toutes grand cas des fluctuations cycliques. Les graphiques 4 et 5 montrent que, sur les dix dernières années, les politiques de taux d’intérêt de la Bundesbank et de la Federal Reserve ont été nettement influencées par les écarts de production de leurs économies respectives. Ce rôle important joué par les « écarts de production » est également confirmé par la relative pertinence de la « règle de Taylor » aux États-Unis et en Allemagne⁴ (graphiques 5 et 6). Cette règle stipule que le taux d’intérêt réel ($i-\pi$) est déterminé par l’écart de production et par les évolutions du taux d’inflation (π) par rapport à un taux cible (π^*) auquel s’ajoute un taux d’intérêt réel « neutre » de 2 % :

$$i-\pi = \frac{1}{2} (Y^*-Y)/Y^* + \frac{1}{2} (\pi - \pi^*) + 2$$

Deuxièmement, une banque centrale qui souhaite conserver une attitude « neutre » vis-à-vis des chocs de la demande à court terme risque de provoquer davantage d’instabilité au niveau de la production réelle. Le modèle IS/LM classique (graphique 8) montre qu’un choc de la demande entraîne une diminution de la production réelle (Y') et des taux d’intérêt (i'). La baisse des taux d’intérêt peut être considérée comme un stabilisateur automatique. Elle nécessite toutefois que la banque centrale axe sa stratégie sur la masse monétaire. Si elle vise un taux d’intérêt à i^* , ce stabilisateur deviendrait inefficace et le fléchissement de la production réelle serait amplifié (Y''). Par conséquent, en l’absence d’un objectif monétaire pertinent, il est très difficile de déterminer un niveau « neutre » pour les taux d’intérêt. Les

³ Voir aussi Duisenberg (1998a) : Une réaction de politique monétaire aux fluctuations à court terme du niveau des prix enverrait des signaux erronés au marché et entraînerait une volatilité excessive des taux d’intérêt.

⁴ Voir Clarida et Gertler (1996, p. 47) : (...) un certain nombre de preuves formelles et informelles montrent que les performances de l’économie réelle influencent aussi son processus décisionnel. (...) En particulier, il ressort de notre analyse formelle que la Bundesbank a essentiellement ajusté les taux d’intérêt à court terme en appliquant une variante de la règle de Taylor (...). Voir aussi Clarida, Gali et Gertler (1997).

problèmes spécifiques des objectifs de politique monétaire font l'objet de la prochaine section.

2.2.2. Chocs de l'offre

Comme indiqué précédemment, le cadre de « la stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité » est parfaitement adapté à la gestion des chocs de l'offre. Dans une telle situation, il est indispensable de cibler le niveau des prix à moyen terme uniquement ; en effet, une réaction à court terme à une pression inflationniste ou déflationniste conduirait inmanquablement à une instabilité de la production réelle et de l'emploi. Ce volet de la stratégie reflète les leçons du début des années 1970 et 1980, marquées par d'importants chocs de l'offre. Au cours de ces périodes, même une banque centrale aussi ambitieuse que la Deutsche Bundesbank n'avait jamais essayé de préserver la stabilité des prix. Les objectifs d'inflation implicites de la Bundesbank (tableau 1) témoignent de sa volonté constante d'ajuster les chocs de l'offre au niveau des prix. Elle avait même accepté une accélération temporaire du taux d'inflation de référence. Par conséquent, dans un contexte de chocs sur l'offre, l'orientation à moyen terme de « la stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité » évitera tout conflit inutile entre la stabilité des prix et la production réelle (et l'emploi).

Tableau 1 : Cibles d'inflation implicites de la Bundesbank

(tiré des hypothèses d'inflation de la Bundesbank pour ses objectifs monétaires)

Année	Cible implicite	Année	Cible implicite	Année	Cible implicite
1975	6,0	1983	3,5	1991	2,0
1976	4,5	1984	3,0	1992	2,0
1977	3,5	1985	2,0	1993	2,0
1978	3,25	1986	2,0	1994	2,0
1979	3,0	1987	2,0	1995	2,0
1980	4,0	1988	2,0	1996	2,0
1981	3,75	1989	2,0	1997	1,5-2,0
1982	3,5	1990	2,0	1998	1,5-2,0

Cela ne signifie nullement que de tels conflits ne peuvent se produire. Si, par exemple, les syndicats cherchent en permanence à obtenir des augmentations de salaires réels supérieures au rythme de progression de la productivité, il en résulte une baisse de la production et une pression inflationniste. Dans ce contexte, les actions menées par la banque centrale pour préserver la stabilité des prix à court terme (« déflation ») aggraveront le déclin de la production. Néanmoins, ce résultat est surtout le fruit des augmentations de salaires excessives et non des erreurs de la politique monétaire.

2.2.3. Orientation de la politique macroéconomique

Cette analyse montre que l'orientation optimale de la politique macroéconomique dépend de la nature des chocs qui affectent la zone euro. Dans le cas d'un choc de la demande, la politique monétaire doit assumer la responsabilité globale de la stabilité des prix et de la production dans un contexte de plein emploi et d'utilisation totale des capacités de production. Les chocs de la demande étant en principe de court terme, il est nécessaire que la politique monétaire réagisse aux écarts, même à court terme, par rapport au niveau des prix fixé. Dans le cas d'un choc de l'offre, il est important d'axer la politique monétaire sur la

stabilité des prix à moyen terme, les syndicats ayant quant à eux la responsabilité du plein emploi et du retour au niveau de production antérieur. Par ailleurs, le gouvernement peut essayer d'améliorer la productivité à travers une politique de stimulation de l'offre. En l'absence de chocs, une orientation monétaire « neutre » s'impose. Si la banque centrale met en œuvre une stratégie axée sur les taux d'intérêt, elle doit viser un taux d'intérêt réel neutre (Blinder 1998, p. 31). Ce concept pose à l'évidence quelques difficultés :

Le plus utile est donc de le percevoir comme un concept plutôt que comme un chiffre spécifique, comme une approche de la politique monétaire plutôt que comme le fondement d'une règle mécanique. (Blinder 1998, p. 32)

Tableau 2 : Orientation politique optimale pour la zone euro

	Choc de la demande	Choc de l'offre	Absence de choc
Stabilité des prix	<i>Court terme</i> : politique monétaire	<i>Moyen terme</i> : politique monétaire	Politique monétaire : « neutre »
Plein emploi	Politique monétaire	Syndicats : hausse des salaires nominaux inférieure/supérieure à l'augmentation de la productivité	Syndicats : politique des salaires axée sur la productivité
Utilisation totale des capacités de production	Politique monétaire	Gouvernement : politique de stimulation de l'offre	Gouvernement : politique de stimulation de l'offre

Cette orientation politique est tout à fait en phase avec les orientations générales qui peuvent être dérivées de la règle de Taylor. En cas de choc sur la demande, les déterminants des taux d'intérêt réels évoluent dans le même sens et appellent donc une réaction au niveau des taux d'intérêt. Comme le montre le graphique 2, un choc de l'offre fait chuter la production et accroît l'inflation sur le court terme. Par conséquent, les deux déterminants de la règle s'équilibrent et la stabilité du taux d'intérêt peut être préservée. Dans ce contexte, la règle de Taylor s'apparente à une règle de PIB nominal.⁵ À plus long terme, le choc réduit la production potentielle et fait donc disparaître l'écart de production. Les prix restent stables après un accroissement unique, de sorte que la période d'inflation ne nécessite pas de réaction au niveau des taux d'intérêt.

Tableau 3 : Règle de Taylor et chocs

(Les signes indiquent l'action requise au niveau des taux d'intérêt nominaux.)

	Choc inflationniste de la demande	Choc de l'offre (hausse du prix du pétrole) à court terme	Choc de l'offre (hausse du prix du pétrole) à long terme
$\pi - \pi^*$	+	+	0
$(Y - Y^*)/Y^*$	+	-	0
Taux d'intérêt	En hausse	Constant	Constant

Bien entendu, la gestion des chocs de la demande pourrait aussi incomber aux politiques budgétaires nationales. Toutefois, lorsque ces chocs affectent l'ensemble de la zone euro, la

⁵ Elle n'est pas identique à une règle de PIB nominal car elle nécessiterait alors une baisse des taux d'intérêt.

politique monétaire conduite par la BCE semble présenter un net avantage par rapport à ces dernières :

- Les processus décisionnels de la BCE sont beaucoup plus rapides que ceux des gouvernements nationaux. En outre, il est nettement plus facile de revenir sur des mesures de politique monétaire une fois le choc passé.
- La BCE peut garantir une réaction exhaustive sur l'ensemble de la zone euro, alors que les gouvernements nationaux pourraient toujours être tentés de faire cavalier seul.
- Le Pacte de stabilité et de croissance laisse peu de place aux politiques d'expansion budgétaire au niveau national.

La comparaison de cette mission avec « la stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité » et les déclarations des représentants de la BCE montre la nécessité d'examiner plus en détail le rôle joué par la BCE dans un contexte de stabilisation macroéconomique à court terme :

- Au vu des bons résultats obtenus, en particulier par la Fed, l'argument classique selon lequel la politique monétaire est incapable de gérer les fluctuations économiques à court terme mérite d'être examiné plus attentivement. La BCE devrait également clarifier sa définition du « moyen terme » et du « court terme ». Elle risque sinon de ne pas exploiter pleinement les capacités de sa politique monétaire en termes de stabilisation macroéconomique, voire même d'amplifier les fluctuations de la production et de l'emploi par sa politique des taux d'intérêt.
- Il conviendrait donc d'accorder davantage d'attention à la question de savoir comment une banque centrale peut adopter une orientation monétaire « neutre » et jouer ainsi le rôle de stabilisateur des taux d'intérêt en cas de chocs sur la demande.

2.3. La définition quantitative de la stabilité des prix

Autre sujet en relation avec la réaction de la BCE aux chocs de la demande : la définition quantitative de la stabilité des prix. Tout le monde s'accorde à dire qu'en raison des problèmes de mesure, la stabilité des prix est compatible avec une certaine progression de l'indice des prix. Dans la pratique de la politique monétaire, les discussions académiques sur la stabilité des prix par opposition à un faible taux d'inflation (Svensson, 1999) n'ont qu'une importance secondaire.⁶ Comme indiqué précédemment, la Bundesbank elle-même n'a jamais essayé de maintenir les prix à un niveau constant (tableau 1).

Voilà qui nous amène à la délicate question de la définition d'un taux de hausse des prix non génératrice d'inflation (NIRI) pour la zone euro. Dans la première publication de sa « stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité », la BCE définissait son objectif comme étant une progression « inférieure à 2 % ». Consciente de son manque de clarté, la BCE (1999a, p. 48) a explicité ses intentions. Le NIRI se situe dans une fourchette dont la

⁶ Svensson (1999, p. 6) lui-même l'admet : Je pense pourtant que l'objectif d'une inflation faible et stable peut être suffisamment ambitieux pour les banques centrales à l'heure actuelle.

limite supérieure est « inférieure à 2 % » et la marge inférieure supérieure à zéro.⁷ On peut calculer un NIRI de 1,5 % sur la base de l'écart par rapport à la « valeur de référence » fixée par la BCE pour la croissance de la masse monétaire.⁸ À l'évidence, il aurait été possible de proposer une définition de l'objectif de stabilité des prix offrant davantage de transparence (un taux médian clairement défini ou une fourchette précise).

Comparé aux cibles d'inflation des autres banques centrales, la BCE s'est fixé un objectif assez ambitieux (tableau 4).

Tableau 4 : Cibles d'inflation des autres banques centrales

Banque centrale	Objectif
Bank of England (BoE)	2,5 % (\pm 1 %)
Bank of Canada	1 – 3 %
Bundesbank	1985-1996 : 2 % 1997-1998 : 1,5 – 2 %
Reserve Bank of Australia	2 – 3 %
Reserve Bank of New Zealand	0 – 3 %
Riksbank suédoise	2 % (\pm 1 %)

Pour la BCE, une hausse des prix de 2 % à 3 % est déjà synonyme d'inflation et appelle la mise en œuvre d'une politique monétaire restrictive ; les autres banques centrales, en revanche, analyseraient ce résultat comme le reflet d'une « stabilité des prix » ou d'une situation très analogue.⁹ Par ailleurs, le taux de progression de 0,8 % enregistré actuellement par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) serait considéré comme un signe de quasi-déflation par toutes les banques centrales, à l'exception de la Reserve Bank of New Zealand. Pour la plupart d'entre elles, en effet, il impliquerait le recours à une politique expansionniste, alors que la BCE semble y voir une « stabilité des prix ». La BCE justifie l'ambiguïté de son approche en ces termes :

« Étant donné qu'Eurostat s'est largement employé à réduire ou à éliminer ce biais [de mesure de l'IPCH], il est probablement moins important que celui que l'on observe pour les IPC nationaux des pays constituant la zone euro. » BCE (1999a, p. 49)

Tout en admettant que :

⁷ BCE (1999a, p. 49) : « Dès lors, la définition de l'IPCH a explicitement évité d'incorporer des estimations spécifiques du biais inhérent à la mesure de cet indice, sans toutefois l'exclure puisqu'elle ne fixe pas à zéro la marge inférieure pour les progressions du niveau des prix mesuré. »

⁸ La BCE se fonde sur une croissance tendancielle du PIB réel de l'ordre de 2 à 2,5 % et sur un ralentissement de la vitesse de circulation de la monnaie de 0,5 à 1 % environ. Sur la base des moyennes de ces deux fourchettes et d'une valeur de référence de 4,5 % pour la croissance de M3, on peut calculer un NIRI de 1,5 %.

⁹ Au Royaume-Uni, des écarts de plus ou moins 1 % du taux d'inflation par rapport à l'objectif fixé nécessitent qu'une lettre ouverte expliquant les causes de cette distorsion soit adressée au Chancelier de l'Échiquier par le Gouverneur de la BoE. (Allen 1999)

« Il est pour l'instant difficile d'évaluer l'efficacité de l'effort fait pour réduire autant que possible le « biais de mesure » de l'IPCH. » BCE (1999a, p. 49).

Il est évident que le problème de la définition précise du NIRI devient tout à fait crucial en période de très faible inflation. Si le taux fixé pour le NIRI est trop bas, il empêche les réactions de politique monétaire aux tendances déflationnistes. En tout état de cause, il existe sans aucun doute de sérieux problèmes de mesure.¹⁰

La plus grande prudence est donc de mise. Dans le cas d'un choc négatif de la demande, il est possible d'élaborer une solution relativement simple. La BCE peut utiliser l'écart de production comme indicateur supplémentaire pour les tendances déflationnistes et obtenir ainsi une nouvelle justification théorique de la règle de Taylor. Dans ce contexte, la banque centrale doit prendre en compte deux types d'indicateurs pour le même choc :

- l'écart de production, et
- l'écart du taux d'inflation par rapport au NIRI.

En raison des problèmes de mesure posés par ces deux indicateurs, la BCE peut appliquer la règle de Taylor comme indicateur pour les chocs sur la demande ; c'est une moyenne arithmétique simple de deux variables corrélées. Cet aspect souligne là encore la nécessité pour la BCE d'observer les fluctuations à court terme de la production réelle pour déterminer la conduite de sa politique monétaire.

¹⁰ Dans la conclusion de son étude très détaillée sur le biais de mesure de l'indice des prix à la consommation (IPC) en Allemagne, Hoffmann (1998, p. 195) souligne qu'il s'agit d'une spéculation plus ou moins fondée pour laquelle on ne peut guère revendiquer de caractère scientifique.

2.4. *Une contribution spécifique de la politique monétaire au problème du chômage ?*

Les modèles macroéconomiques simples qui ont été utilisés jusqu'à présent dans cette section présentent l'inconvénient d'être totalement statiques. Ils ne peuvent donc servir à évaluer l'impact de la politique monétaire sur la croissance économique et les effets d'un taux de croissance plus élevé sur l'emploi. Ces relations sont évidemment très complexes. Les experts de la BCE s'attendent à ce que la stabilité des prix encourage l'investissement :

L'un des avantages qui découlent d'un environnement de prix stable tient au fait que les emprunteurs n'ont pas à payer plus pour couvrir le risque d'une hausse éventuelle du niveau général des prix. Par conséquent, les taux d'intérêt réels, c'est-à-dire les taux d'intérêt corrigés de l'inflation anticipée, seront plus faibles et encourageront à investir davantage de ressources dans des activités productives. (Duisenberg, 1998b)

Le graphique 9 montre que les taux d'intérêt réels à long terme dans la zone euro sont actuellement à un niveau très bas si l'on les compare à ceux des années 1990 et 1980, ainsi qu'à ceux pratiqués aux États-Unis et lors du deuxième choc pétrolier.

3. Les « deux piliers »

Pour atteindre les objectifs qu'elle s'est fixés, une banque centrale a besoin d'un « système de pilotage » qui, dans l'idéal, l'aidera à identifier :

- les chocs actuels ou futurs susceptibles d'entraver la réalisation des objectifs finaux,
- une orientation « neutre » pour une politique axée sur le moyen terme.

Dans le cadre de sa « stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité », la BCE a décidé d'utiliser « deux piliers » pour remplir ses objectifs : l'annonce d'une « valeur de référence » pour l'agrégat monétaire M3 et une « évaluation des perspectives d'évolution des prix fondée sur une large gamme d'indicateurs ».

3.1. « Rôle de premier plan assigné à la monnaie »

La définition d'objectifs monétaires suit une logique simple. En principe, elle doit permettre de déterminer un chemin de croissance monétaire à moyen terme qui soit compatible avec la stabilité des prix et une progression régulière de la production réelle. Dans des conditions idéales, ces objectifs monétaires devraient conduire à une orientation monétaire « neutre ». Si la masse monétaire s'écarte de la cible, une hausse ou une baisse des taux d'intérêt à court terme s'impose. Ce cadre ne peut évidemment :

- identifier les chocs provoqués par d'autres facteurs que la politique monétaire,
- déterminer une réaction de la politique monétaire à ces chocs.

Comme nous l'avons déjà dit précédemment, cette neutralité pourrait se justifier par les difficultés que soulèvent la prévision des chocs de la demande ou de l'offre et les délais longs et fluctuants de la politique monétaire. Dans le cadre de cette approche, qui implique d'utiliser la masse monétaire comme « objectif intermédiaire » de la politique monétaire, deux conditions importantes doivent être remplies (Issing 1993, p. 167) :

- La banque centrale doit être en mesure de contrôler la masse monétaire à travers ses objectifs opérationnels.
- La masse monétaire doit être un déterminant essentiel du futur taux d'inflation ; elle doit servir d'indicateur principal pour le taux d'inflation.

Ainsi, en maîtrisant la croissance monétaire par le biais des taux d'intérêt à court terme, une banque centrale peut indirectement contrôler le taux d'inflation (son objectif final).

3.1.1. Contrôle de l'agrégat monétaire M3

Bien que la BCE assigne un « rôle de premier plan » à la monnaie, elle ne prétend pas être en mesure de maîtriser l'agrégat monétaire M3 :

« Dès lors, il n'est pas nécessaire que l'agrégat monétaire de la zone euro sur lequel porte la valeur de référence puisse être maîtrisé sur le court terme, par le biais d'un taux

d'intérêt nominal à court terme étroitement influencé par l'Eurosystème. » BCE (1999a, p. 48)

Cette absence de contrôle peut avoir deux origines :

- La demande liée à l'agrégat monétaire M3 est stable à long terme, mais fluctuante sur le court terme.
- La demande liée à l'agrégat monétaire M3 dépend de variables des taux d'intérêt, sur lesquelles la BCE n'a aucun moyen de contrôle direct.

Le premier problème est caractéristique de toutes les fonctions de demande de monnaie.¹¹ En raison des fluctuations irrégulières de la demande de monnaie à court terme, il est très difficile de se référer aux distorsions entre la masse monétaire réelle et son objectif pour asseoir la politique des taux d'intérêt. La « valeur de référence » pour la croissance de l'agrégat monétaire M3 sera en général de peu d'utilité pour arrêter une orientation neutre de la BCE dans sa politique monétaire au jour le jour.

Le second problème est plus sérieux. Si les objectifs opérationnels de la BCE n'ont pas un impact systématique sur les taux de croissance de M3, l'approche dans son ensemble devient inapplicable. Dans ce contexte, il est important de se rappeler que la stabilité de la demande de monnaie est nécessaire mais ne constitue pas une condition suffisante pour la définition des objectifs monétaires. Si le taux d'intérêt utilisé dans ces régressions (taux à long terme ou différence entre un taux à long terme et un taux à court terme, par exemple) n'est pas maîtrisé par la banque centrale, la seconde condition pour une variable intermédiaire n'est pas remplie. Par le passé, l'agrégat monétaire européen M3 a en réalité peu réagi aux évolutions des taux d'intérêt nominaux à court terme dans la zone euro.¹² Si tant est qu'il y ait une relation, il semble y avoir une réelle élasticité des taux d'intérêt par rapport à la demande de monnaie pour l'euro M3 (graphique 10).

Consciente de ce problème de contrôle, la BCE évite d'utiliser le terme d'« objectif intermédiaire », préférant parler de « valeur de référence ». Reste toutefois la question de la fonction d'une telle valeur par rapport au rôle d'un objectif intermédiaire.

L'absence de contrôle semble être un problème général dans la fixation des objectifs monétaires. Ce constat s'applique même à la Bundesbank qui, outre la Banque nationale suisse, était le plus ardent défenseur de cette approche. L'expérience allemande montre bien l'existence d'un problème de maîtrise non seulement à court terme, mais également à moyen et long termes. Le graphique 11 illustre l'évolution de l'agrégat monétaire M3 en Allemagne après la réunification et montre un chemin de croissance à moyen terme de 5 %, basé sur les objectifs annuels de la Bundesbank. Même sur une période aussi longue, la Bundesbank n'a pas pu – ou n'a pas voulu – atteindre la cible. Ceci est d'autant plus étonnant qu'après septembre 1992 la Bundesbank a constamment réduit ses taux d'intérêt, en dépit d'une

¹¹ Se reporter à l'étude de Schächter (1999).

¹² Il en va différemment pour l'agrégat monétaire M1, lequel, selon la BCE, « peut être maîtrisé par le biais des taux d'intérêt nominaux à court terme » (BCE 1999a, p. 51). Cependant, cet agrégat présente l'inconvénient de ne pas remplir la seconde condition pour un objectif intermédiaire. Selon la BCE (1999a, p. 51) « la monnaie au sens étroit dans la zone euro (...) n'a pas fait preuve de stabilité et n'a pas non plus clairement démontré des propriétés d'indicateur avancé du niveau des prix . »

croissance monétaire trop forte la plupart du temps. Ce résultat est repris également dans des analyses plus approfondies basées sur les fonctions de réaction aux taux d'intérêt de la Bundesbank (Clarida et Gertler 1996, Schächter 1999). Ils arrivent tous à la conclusion que les objectifs monétaires n'ont joué qu'un rôle mineur dans les décisions de la Bundesbank.

L'expérience allemande jette également le doute sur les qualités d'indicateur de la masse monétaire. Selon la BCE :

« (...), des écarts importants et persistants de la croissance monétaire par rapport à la valeur de référence devraient, dans des circonstances normales, indiquer des risques à moyen terme pour la stabilité des prix. » (BCE 1999a, p. 50).

Le cas allemand montre, toutefois, qu'en dépit d'une croissance monétaire « excessive », l'inflation a nettement diminué après 1991. Svensson (1999, p. 34) va lui aussi dans le même sens :

Il apparaît aisément qu'un tel indicateur de la croissance monétaire sera relativement inutile pour signaler les risques pour la stabilité des prix et, à la vérité, il constituera surtout un indicateur auquel on risque d'attacher trop d'importance en cas d'écart entre l'inflation actuelle et la cible.

Le graphique 12 montre en fait que le rythme de croissance de la masse monétaire M3 est plus ou moins parallèle au taux d'inflation dans la zone euro. Depuis 1995, la croissance monétaire indique une accélération de l'inflation, mais il s'est produit le contraire.

3.1.2. Implications pour la politique de la BCE

L'analyse du premier pilier de « la stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité » conduit à un résultat quelque peu inquiétant. La BCE maintient que la croissance de l'agrégat monétaire large est un déterminant majeur des futures évolutions des prix :

« L'inflation est en fin de compte un phénomène monétaire » (BCE 1999a, p. 50).

Or, si la BCE n'a pas les moyens de maîtriser la masse monétaire, elle n'a donc aucun contrôle sur le niveau des prix. Bien évidemment, la BCE admet uniquement un manque de contrôle sur le court terme, mais elle n'a apporté aucune preuve de sa capacité à encadrer la masse monétaire à moyen terme. Si la demande européenne de monnaie ne dépend pas des taux à court terme, il n'existe aucun levier évident permettant de maîtriser cet agrégat à moyen terme. Face à cette incohérence, la distinction essentiellement d'ordre sémantique entre un « objectif intermédiaire » et une « valeur de référence » n'est pas d'une grande aide.

Par ailleurs, un « système de pilotage » reposant sur la théorie quantitative de la monnaie comporte le risque d'exclure toute réaction de politique monétaire aux chocs temporaires de la demande. Comme indiqué précédemment, aucune banque centrale n'a adopté une attitude aussi passive. Une stricte adhésion à cette ligne de conduite signifierait que la BCE n'apporte pas son plein soutien aux politiques économiques générales dans la Communauté.

La BCE devrait donc suivre l'exemple de toutes les autres banques centrales, qui ont abandonné la prise en compte des objectifs monétaires comme principal système de pilotage

dans la mise en œuvre de leur politique.¹³ Il a déjà été dit que la Bundesbank elle-même n'a jamais fait grand cas de ses objectifs monétaires. Cela ne signifie pas pour autant que la croissance de la masse monétaire n'est pas une source d'information pour la politique monétaire, mais on peut s'interroger sur la pertinence du « rôle de premier plan » qui lui est assigné.

Une réévaluation du premier pilier de « la stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité » s'impose. En annonçant une valeur de référence pour la masse monétaire qu'elle n'est pas en mesure de maîtriser, la BCE ne contribue guère à la transparence de sa politique monétaire. Il est encore difficile de dire si cette valeur pourra fournir à la politique de taux d'intérêt de la BCE un point de repère « neutre », qui serait indispensable dans le cadre d'une stratégie de ciblage des prix à moyen terme uniquement.

3.2. « Une évaluation des perspectives d'évolution des prix reposant sur une large gamme d'indicateurs »

Le second pilier de « la stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité » comprend « une évaluation, reposant sur une large gamme d'indicateurs, des perspectives d'évolution des prix et des menaces pour la stabilité des prix dans la zone euro » (BCE 1999a, p. 52). À première vue, ce pilier semble comparable à une prévision de la BCE en matière de hausse des prix, avec une fourchette comportant des marges précises. Néanmoins, la BCE essaie d'éviter le terme de « prévision » même si la différence entre les « prévisions de hausse des prix » et une « évaluation des perspectives en matière de hausse des prix » reste floue.

Cette évaluation reposera sur « une large gamme d'indicateurs économiques » qui « englobera de nombreuses variables présentant des propriétés d'indicateur avancé de l'évolution future des prix. Il s'agit notamment :

- des salaires,
- du taux de change,
- des cours des obligations et de la courbe des rendements,
- de diverses mesures de l'activité réelle,
- d'indicateurs de la politique budgétaire,
- d'indices de prix et de coûts, et
- d'enquêtes auprès des entreprises et des consommateurs ». (BCE 1999a, p. 52)

Il est quelque peu étonnant que la BCE n'ait pas l'intention d'inclure les données monétaires (agrégats monétaires et/ou taux d'intérêt à court terme) dans ce pilier. Tous les indicateurs sont néanmoins des déterminants importants d'une prévision en matière de hausse des prix. La BCE déclare en effet :

¹³ Un examen plus approfondi de la théorie quantitative de la monnaie montre que celle-ci s'applique essentiellement aux pays dont les banques centrales financent un important déficit public. Ce n'est que sous cette condition que s'établit une relation stable (de un à un) entre une augmentation exogène de la masse monétaire et une augmentation de la demande agrégée. Voir Bofinger et autres (1997). Taylor (1998, p. 9) arrive à la même conclusion : en cas d'inflation très élevée ou de déflation, les taux d'intérêt perdent leur utilité car les anticipations d'inflation fluctuent beaucoup et sont difficiles à mesurer. Dans ces circonstances, les règles qui régissent les taux d'intérêt perdent leurs avantages sur les règles de l'offre de monnaie et s'effondrent complètement. Les situations de très forte inflation sont en principe celles dans lesquelles la banque centrale finance le déficit public.

« À l'évidence, il sera également utile (...) de prendre en compte les prévisions en matière de hausse des prix réalisées à partir de l'examen de toutes ces variables. À cet égard, l'Eurosystème (...) produira également sa propre estimation des perspectives en matière de hausse des prix. » (BCE 1999a, p. 52)

Si ces affirmations sont évidentes, les conclusions tirées par la BCE sont plutôt vagues :

« (...) une prévision ne peut prendre en compte l'ensemble des variables-indicateurs qui présentent une importance pour la politique monétaire. Elle ne peut pas, non plus, toujours incorporer à temps les indicateurs. De ce fait, une analyse approfondie des différentes variables indicateurs est essentielle, en dehors du rôle que ces variables peuvent avoir dans les prévisions, pour effectuer une évaluation globale des perspectives d'évolution des prix, reposant sur une large gamme d'indicateurs. *Tant* (italiques de l'auteur du présent document) les prévisions que l'analyse des différents indicateurs contribueront à informer le Conseil des gouverneurs de la nature précise de l'environnement macroéconomique et des perturbations intervenues dans l'économie, données qui devraient normalement conditionner les décisions de politique monétaire. » (BCE 1999a, p. 52)

Cette déclaration soulève plusieurs questions importantes :

- Dans le cadre d'une politique monétaire axée sur la stabilité des prix, quelles variables importantes ne peuvent être intégrées dans une prévision en matière de hausse des prix ?
- Pourquoi une prévision ne peut-elle incorporer « à temps » des indicateurs pertinents pour la politique monétaire ?
- En quoi « une analyse approfondie des différentes variables indicateurs » dans le cadre d'une « évaluation globale des perspectives d'évolution des prix reposant sur une large gamme d'indicateurs » diffère-t-elle de la préparation standard d'une prévision en matière de hausse des prix ?
- Quelles informations supplémentaires l'analyse des différentes variables-indicateurs peut-elle fournir par rapport à une prévision globale en matière de hausse des prix ?

Le raisonnement qui sous-tend le second pilier de « la stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité » est finalement très difficile à comprendre. Signifie-t-il simplement que la BCE veut prendre en compte toutes les informations ayant trait aux évolutions des prix ? Il n'y aurait à cela aucune objection, mais ce pilier ne pourrait alors plus être considéré comme une contribution majeure à la transparence de la BCE. Il se contenterait d'indiquer l'évidence. Même dans ce cas, il resterait encore à clarifier la raison pour laquelle la BCE fait la distinction entre une « prévision » et une « évaluation ». Évite-t-elle le terme « prévision » car elle ne souhaite pas publier ses prévisions en matière de hausse des prix ? Par ailleurs, comment la BCE prendra-t-elle ses décisions si elle exclut les « réactions mécaniques à un nombre limité (...) de prévisions » (BCE 1999a, p. 53). Est-il vraiment possible de décider des variations des taux d'intérêt sans une prévision – plus ou moins précise – en matière d'inflation ?

3.3. « Une stratégie nouvelle et bien spécifique ? »

Au vu des difficultés que posent la compréhension et l'interprétation de ces deux piliers, il est difficile d'exprimer « la stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité » dans les mêmes termes que la BCE :

« La stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité de l'Eurosystème, précédemment décrite, constitue une stratégie nouvelle et bien spécifique, qui traduit le caractère particulier de la situation et de l'environnement institutionnel dans lesquels opérera l'Eurosystème. » (BCE 1999a, p. 53)

Il reste surtout à préciser comment la stratégie peut « identifier les perturbations économiques qui constituent une menace pour la stabilité des prix » (BCE 1999a, p.53). La valeur de référence pour M3 est au mieux capable d'éviter les chocs causés par la BCE mais, dans la mesure où elle procède de la théorie quantitative de la monnaie, elle ne peut gérer les chocs de la demande ou de l'offre. Le second pilier pourrait avoir la capacité d'identifier ces chocs ; toutefois, les déclarations vagues et très générales contenues dans « la stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité » ne permettent pas d'avoir une idée précise sur la manière dont ceci pourrait être réalisé. Reste donc également ouverte la question de savoir comment cette stratégie peut « susciter, en réaction, des mesures de politique monétaire susceptibles d'écarter ce risque. »

La relation entre les deux piliers est aussi une source de problèmes. Il semble évident que les fluctuations monétaires sont un déterminant important de toute évaluation des perspectives d'évolution des prix, compte tenu surtout du fait que la BCE ne peut maîtriser l'agrégat M3 par le biais de ses objectifs opérationnels. Par conséquent, il semblerait plus approprié de ne parler que d'un seul pilier. Si la BCE veut conserver deux piliers, elle sera confrontée à la difficulté de fournir une évaluation des perspectives d'évolution des prix sans utiliser d'agrégats monétaires. Des problèmes pourraient également résulter des indications contradictoires données par les deux piliers.

3.4. Pourquoi pas une cible d'inflation ?

Une comparaison avec la stratégie mise en œuvre par la Bank of England (BoE) – et d'autres banques centrales – depuis 1992 permettra de mieux souligner les avantages et les inconvénients de « la stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité ». Le ciblage de l'inflation de la BoE¹⁴ se différencie sur trois points principaux :

- La cible d'inflation est définie avec précision : une progression de 2,5 % de l'indice des prix de détail hors impôts indirects (RPIX).
- La BoE publie régulièrement des projections sur deux ans du RPIX, en se basant sur des taux d'intérêt nominaux constants. Le graphe présente la distribution des probabilités d'inflation sous la forme de courbes de niveau. La BoE l'assortit également d'une projection du PIB réel.
- Les agrégats monétaires tiennent une place importante dans les projections de la BoE, mais ils ne jouent pas pour autant un « rôle de premier plan ».

¹⁴ Se reporter à Allen (1999) pour une étude récente.

La comparaison montre clairement que l'approche de la BoE offre davantage de transparence que « la stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité ». La précision de la cible d'inflation et la projection des probabilités statistiques donnent au public un cadre clair pour évaluer la politique monétaire. Les projections des probabilités d'inflation et du PIB réel reflètent de manière transparente et vérifiable la méthode adoptée par la BoE pour évaluer l'impact des chocs de la demande et de l'offre. Par ailleurs, les variations des taux d'intérêt nécessitent toujours une révision des projections en matière de hausse des prix.

En dépit des avantages conférés par un ciblage de l'inflation, la BCE n'a pas voulu suivre cet exemple. Selon Issing (1998)¹⁵ :

(...) dans les circonstances actuelles, une stratégie fondée purement sur un 'objectif direct d'inflation' est trop simpliste pour le SEBC, voire même inadaptée. (...) En raison des délais bien connus au sein du mécanisme de transmission de la politique monétaire à l'économie en générale, et au niveau des prix en particulier, il est impossible pour une banque centrale d'avoir une maîtrise directe de l'inflation. Dans ces conditions, le « ciblage de l'inflation » se résume en pratique à établir des prévisions en matière de hausse des prix, les banques centrales orientant la politique monétaire de manière à maintenir leurs meilleures prévisions d'inflation au niveau considéré comme compatible avec la stabilité des prix. (...) Il est probable que les incertitudes des prévisions soient assez importantes, au risque même de rendre inefficace la stratégie de ciblage de l'inflation dans son ensemble.

Si la BCE est incapable de sortir une projection ou une prévision en matière de hausse des prix – à partir d'un important élément d'appréciation (Issing 1998) et des informations contenues dans les agrégats monétaires - comment sera-t-elle en mesure de déterminer qu'une orientation politique convient à la réalisation de son objectif final ? Issing a raison de dire que les prévisions d'inflation pour la zone euro soulèvent de nombreuses difficultés ; il devrait pourtant être plus simple d'établir une prévision pour un vaste environnement économique relativement fermé que pour des économies plus petites et plus ouvertes, telles que se présentaient les anciennes zones monétaires nationales dans l'UE. Dans ce contexte déjà, les prévisions concernant le taux d'inflation en Allemagne étaient nettement plus pertinentes que les prévisions relatives à toutes les autres variables macroéconomiques. (Döpke et Langfeldt, 1995)

Issing (1998) évoque également le problème que peut poser l'introduction d'un élément d'appréciation, puisque les observateurs extérieurs risquent de ne plus pouvoir évaluer rapidement la fiabilité et la pertinence des procédures mises en œuvre par la BCE pour prévoir les hausses de prix.¹⁶ Dans la mesure, cependant, où les différents instituts de prévision (nationaux et internationaux, privés et publics) se livrent une concurrence acharnée, une prévision en matière de hausse des prix élaborée par la BCE serait toujours examinée à la loupe, ce qui limiterait efficacement toute forme de « manipulation intellectuelle » (Issing, 1998) de la part de la BCE.

¹⁵ Issing (1998).

¹⁶ Voir aussi von Hagen (1998, p. 28), pour lequel la valeur indicative de la prévision en matière de hausse des prix pâtit de la complexité de la méthode de calcul sous-jacente, qui laisse une immense latitude pour manipuler et embellir les données de la politique monétaire.

Issing (1998) voit un autre inconvénient au ciblage de l'inflation, en termes de responsabilité de la BCE :

Une stratégie qui assigne un rôle de premier plan aux agrégats monétaires met en avant la responsabilité du SEBC dans les poussées monétaires inflationnistes, qu'une banque centrale peut maîtriser plus facilement que l'inflation à proprement parler.

Von Hagen utilise un argument similaire (1998, p. 20) :

La définition d'objectifs monétaires a montré que la Bundesbank acceptait la responsabilité de l'inflation, mais uniquement pour la partie imputable à la politique monétaire, à savoir l'expansion excessive de la masse monétaire.

La BCE elle-même ayant reconnu son incapacité à maîtriser la masse monétaire sur le court terme (voir la section 3.1.1), d'une part, et laissé ouverte la question du contrôle à moyen terme et à long terme, d'autre part, cet avantage de « la stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité » ne semble pas très évident. Par ailleurs, comme le souligne Svensson (1999, p. 35), le Traité de Maastricht a fixé comme objectif principal à la BCE « le maintien de la stabilité des prix » – sans tenir compte du choc sous-jacent. En réalité, l'analyse de la section 2.2.1 a montré qu'il est raisonnable pour une banque centrale de réagir aux chocs de la demande et que la Bundesbank, entre autres, avait déjà adopté cette approche. L'expérience de la BoE souligne également la nette responsabilité des banques centrales vis-à-vis de la hausse des prix dans le cadre de la stratégie de ciblage de l'inflation. La comparaison de la projection et de la cible d'inflation permet d'identifier assez facilement l'orientation monétaire à adopter. Si, par exemple, la projection dépasse l'objectif, la banque centrale a clairement l'obligation d'ajuster ses taux d'intérêt. Cette procédure peut également s'appliquer aux chocs de nature temporaire, tels qu'une hausse des impôts indirects ou un choc de l'offre. Dans ce cas, la projection reflètera une baisse du taux d'inflation après un an, évitant ainsi la mise en œuvre d'une politique restrictive. L'utilisation d'un indice des prix qui exclut les effets des impôts indirects écarte dès le départ les risques d'apparition de ces problèmes.

En résumé, étant donné les nombreuses ambiguïtés de « la stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité » et la nécessité de recourir à des prévisions d'inflation (ou évaluations ou projections) dans le cadre de toute politique monétaire sensée, on ne voit pas bien pourquoi la BCE a montré autant de réticences à l'adoption d'une stratégie fondée sur un ciblage de l'inflation. Nul doute que cette solution – avec son cortège d'évidentes difficultés – améliorerait la transparence et renforcerait la responsabilité, donc la crédibilité de la BCE. La nécessité pour la BCE de publier ses prévisions permettrait de sensibiliser davantage aux chocs de la demande et de l'offre, et contribuerait à assortir la réalisation de l'objectif de stabilité des prix de meilleurs résultats pour les autres cibles macroéconomiques.

4. Objectifs opérationnels et indicateurs de la BCE

Comme indiqué précédemment, la politique monétaire se déroule en trois phases. La première consiste à définir les objectifs finaux. La deuxième concerne l'établissement d'un cadre (ou système de pilotage) permettant d'identifier les écarts entre les valeurs prévues pour les variables finales et les valeurs cibles – à partir des paramètres constants en matière de politique suivie. La troisième étape nécessite la mise en œuvre d'indicateurs reflétant comment, le cas échéant, une banque centrale utilise ses instruments conformément aux indications du système de pilotage.

« La stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité » n'est pas très explicite sur ces questions, même si elle reconnaît la nécessité de « susciter, en réaction, des mesures de politique monétaire susceptibles d'écarter ce risque (chocs économiques menaçant la stabilité des prix ; note de l'auteur) et qui soient adaptées à la situation économique du moment et à la nature de cette menace. » (BCE 1999a, p. 53).

Afin d'identifier les « mesures de politique monétaire », il est utile de se concentrer sur les variables susceptibles d'être parfaitement maîtrisées par la banque centrale. Cette restriction ne laisse que deux candidats en lice : la masse monétaire ou le taux d'intérêt à court terme. Si l'on se réfère aux pratiques en vigueur dans les banques centrales à travers le monde, seul le taux à court terme peut être conservé. Il reflète le prix auquel la banque centrale est prête à injecter de la monnaie dans le système financier, c'est-à-dire à déclencher le processus de création monétaire dont elle détient le monopole.

4.1. *Le taux d'intérêt réel à court terme*

En raison de son impact sur le secteur réel de l'économie, le prix de cette ressource doit être fixé en valeur réelle. C'est donc le taux réel à court terme qui importe. Alors que le calcul des taux réels pour de plus longues échéances pose un certain nombre de problèmes, il suffit pour le court terme (un jour à trois mois) d'utiliser le taux d'inflation en cours comme déflateur. Le taux d'inflation varie relativement peu sur de courtes périodes, de sorte que la banque centrale a une parfaite maîtrise du taux réel.¹⁷

¹⁷ Dans les pays à très forte inflation, le taux d'inflation peut s'avérer très instable à court terme.

Dans le cas de l'Allemagne, il apparaît que les taux à court terme ont un impact très direct sur les taux appliqués par les banques commerciales à leurs clientèles. Le graphique 13 montre que les banques allemandes rajoutent une marge assez constante sur les taux dont elles doivent s'acquitter auprès de la Bundesbank. Dans cette relation, il est intéressant de noter l'influence des cycles conjoncturels sur le montant de la marge. (Hülsewig, 1999)

Les données empiriques pour l'Allemagne et les États-Unis montrent que les fortes variations des taux d'intérêt réels à court terme ont un impact majeur sur le PIB réel. Dans ces deux pays, les grandes récessions ont toujours été précédées par une nette augmentation des taux réels à court terme (graphiques 14 et 15). Ce résultat n'a rien de surprenant. Si le principal objectif opérationnel des banques centrales n'avait aucun effet sur la production réelle, il n'y aurait pas vraiment lieu de discuter de la politique monétaire.

La BCE a indirectement reconnu l'importance de cet indicateur. Dans son bulletin de février 1999, elle avance qu'en raison du niveau très bas des taux d'intérêt réels à court terme (et à long terme), « les conditions monétaires et financières sont favorables à une croissance soutenue de la production et de l'emploi dans la zone euro (...) » (BCE 1999b, p. 6). Dans son bulletin de mars, elle analyse de manière explicite les « questions clés relatives à l'analyse des taux d'intérêt réels dans la zone euro ».

Si l'on observe l'évolution des taux réels à court terme sur une assez longue période, il apparaît qu'ils se situent actuellement à un niveau historiquement bas dans la zone euro, selon les critères internationaux en vigueur (graphique 16). Ils n'étaient pas descendus sous ce plancher depuis les années 1970, qui ont en commun un taux moyen de 0,9 % aux États-Unis et de 1,9 % en Allemagne. Cette période inflationniste semble toutefois ne pas être la référence adéquate. En outre, le taux réel de l'euro est maintenant beaucoup plus bas que pendant la récession de 1993. Ainsi, contrairement aux annonces de la BCE, sa politique des taux d'intérêt semble tenir compte de la relative faiblesse de la situation économique actuelle. Les résultats de la règle simple de Taylor pour la zone euro (graphique 17) le confirment, qui montrent que les taux d'intérêt réels ont évolué dans la bonne direction. L'évaluation du niveau des taux d'intérêt dépend des paramètres de calcul utilisés dans la règle de Taylor. Sur la base d'une cible d'inflation à 2 % et du taux réel moyen de l'euro égal à 3,5 % pendant les années 1990, la règle de Taylor donne un taux nominal de 3 %. Avec une cible d'inflation à 1,5 % et un taux réel moyen de 2,5 % (ce qui correspond à la situation de l'Allemagne depuis les années 1960 et semble approprié pour la zone euro dans le cadre d'une politique monétaire axée sur la stabilité), la règle de Taylor génère un taux nominal égal à 2,4 %. D'un point de vue monétaire, il n'existe donc aucun risque de déflation à l'heure actuelle pour la zone euro. Comme le montrent les graphiques 14 et 15, toutes les récessions ont été précédées par un niveau très élevé des taux d'intérêt réels à court terme.

L'expérience des États-Unis dans les années 1992/93 témoigne de la capacité d'une banque centrale à viser une baisse du niveau des taux d'intérêt réels à court terme et à essayer ainsi de stimuler le PIB réel sans accroître l'inflation. Cette politique doit naturellement être mise en œuvre avec beaucoup de précaution afin d'éviter les anticipations inflationnistes. D'autre part, il ressort du graphique 9 que, si les taux réels à court terme en Allemagne et aux États-Unis étaient très différents, les taux réels à long terme étaient en revanche assez similaires. La BCE conserve néanmoins une certaine latitude pour baisser les taux sans générer de l'inflation.

4.2. *La courbe des rendements*

Dans les analyses des indicateurs de la politique monétaire, la **courbe des rendements** (la différence entre un taux à long terme et un taux à court terme) est souvent considérée comme un important indicateur de l'orientation de la politique monétaire (Estrella et Mishkin, 1995). Dans la pratique, cette mesure reflète une évolution très parallèle à celle des taux réels à court terme (graphique 18).¹⁸ Ceci pourrait déjà expliquer pourquoi la structure des rendements présente des caractéristiques assez similaires à cet indicateur. En y regardant de plus près, il apparaît toutefois que la structure des rendements comporte des inconvénients notoires par rapport au taux réel à court terme.

Alors que le taux réel est parfaitement maîtrisé par la banque centrale, la structure des rendements réagit aux actions prises par la banque centrale mais aussi aux évaluations des marchés financiers. À titre d'exemple, il y eut en 1995 une importante sortie de capitaux à long terme depuis la zone euro vers les États-Unis. Le taux à long terme de l'euro a progressé (graphique 19). Dans le même temps, les taux réels à court terme ont enregistré une hausse, inférieure cependant à celle des taux à long terme. Par conséquent, la structure des rendements présente une courbe à pente assez forte en 1995, qui pourrait être interprétée comme le reflet d'une politique monétaire expansionniste. Il suffit de comparer le premier trimestre 1999 et 1995 pour s'apercevoir à quel point ce signal est trompeur. Les taux à long terme et à court terme sont aujourd'hui à un niveau beaucoup plus bas qu'en 1995. Or, si l'on se base sur la structure des rendements, la situation actuelle devrait être considérée comme le signe d'une politique monétaire nettement plus restrictive qu'en 1995.

Mais surtout, la structure des rendements ne repose sur aucun fondement théorique solide. Selon la théorie classique des investissements, les décisions d'investir dépendent du **niveau** des taux d'intérêt réels, qu'ils soient à court ou à long terme. La baisse concomitante des taux d'intérêts à long terme et à court terme devrait donc stimuler l'investissement, notamment si celle des taux à long terme est plus rapide que celle des taux à court terme. Le resserrement consécutif de la structure des rendements ne devrait pas poser de réel problème.

L'utilisation de la structure des rendements à des fins explicatives repose sur une corrélation factice, dans laquelle le taux réel à court terme est considéré comme la variable exogène adaptée à l'évaluation économique de l'actuelle orientation monétaire de la BCE. Dans la situation présente, les indications fournies par la courbe des rendements ne devraient pas être un sujet de préoccupation.

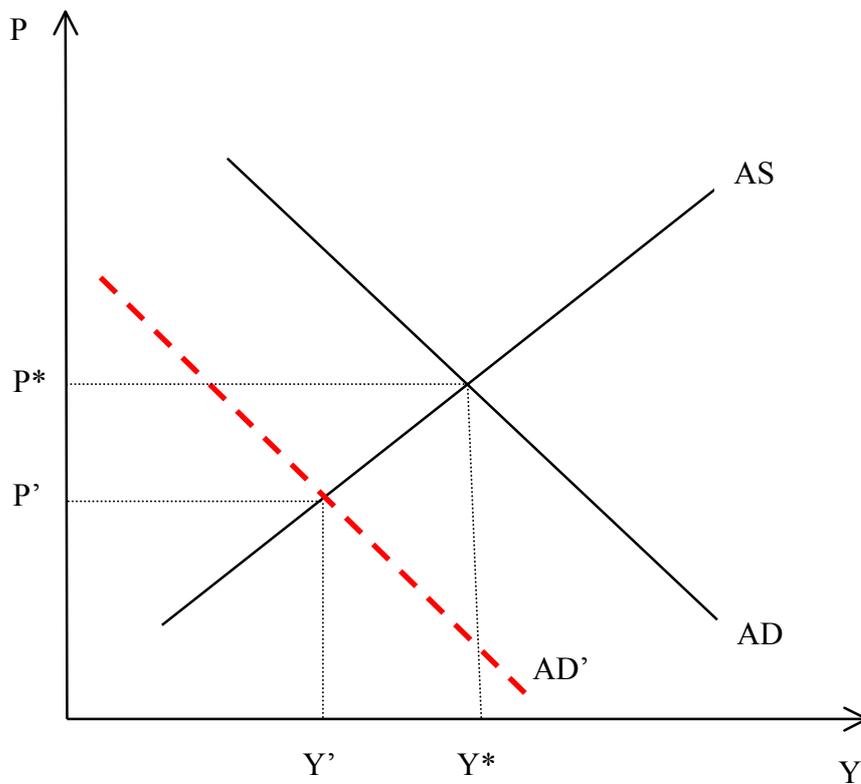
¹⁸ L'explication peut être la suivante : pour un calcul très simple de la structure des rendements, le taux nominal à long terme est soustrait du taux nominal à court terme en vigueur. Le taux à long terme peut être considéré comme la somme d'un taux réel et du taux d'inflation anticipé. Si ce dernier est plus ou moins identique au taux réel (extrapolations d'anticipation), le taux réel et une valeur plus ou moins constante sont soustraits du taux nominal à court terme. Le résultat obtenu est le taux réel à court terme plus une constante.

Références

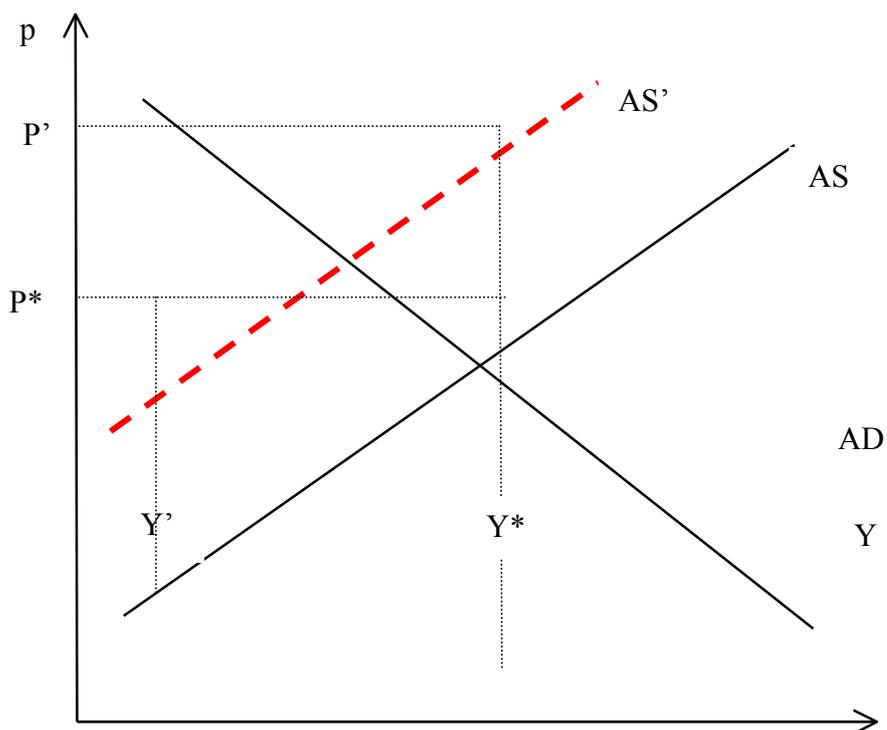
- Allan, William** (1999), « Inflation targeting: The British experience », Handbooks in Central Banking, Lecture Series, Bank of England.
- Blinder, Alan** (1998), « Central banking in theory and practice », MIT Press, Cambridge and London.
- Bofinger, Peter, Julian Reischle et Andrea Schächter** (1996), « Geldpolitik », Verlag Vahlen, München.
- Clarida, Richard et Mark Gertler** (1996), « How the Bundesbank Conducts Monetary Policy », NBER Working Paper Series, No. 5581.
- Clarida, Richard, Jordi Gali et Mark Gertler** (1997), « Monetary policy rules in practice: some international evidence », NBER Working Paper Series, No. 6254.
- Döpke Jörg et Enno Langfeldt** (1995), « Zur Qualität von Konjunkturprognosen für West-Deutschland 1976-1994 », Kiel Discussion Paper No. 247, mars 1995.
- Duisenberg, Willem** (1998a), « The European system of central banks: current position and future prospects », discours-programme à la conférence organisée par le Royal Institute of International Affairs à Londres, le 27 novembre 1998. (www.ecb.int)
- (1998b), « The role of monetary policy in economic policy », discours devant le Conseil économique et social (CES) des Communautés européennes, à Bruxelles, le 3 décembre 1998. (www.ecb.int)
- (1999a), « The Eurosystem's strategy for the euro », discours à la conférence organisée par « The Economist » à Rome, le 12 mars 1999. (www.ecb.int).
- (1999b), « The euro: The new European currency », discours devant le Council of Foreign Relations à Chicago, le 1^{er} février 1999. (www.ecb.int).
- Estrella, Arturo et Frederic S Mishkin** (1995), « The term structure of interest rates and its role in monetary policy », NBER Working Paper, No. 5279.
- Banque centrale européenne** (1999a), « La stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité de l'Eurosystème », Bulletin mensuel de janvier 1999, p. 41-54.
- (1999b), « Évolutions économiques dans la zone euro », Bulletin mensuel de février 1999, p. 7-28.
- Hoffmann, Johannes** (1998), « Probleme der Inflationsmessung in Deutschland », Diskussionspapier 1/98, Volkswirtschaftliche Forschungsgruppe der Deutschen Bundesbank, février 1998.
- Hülsewig, Oliver** (1999), « Die Reaktion der kurzfristigen Bankzinsen auf Änderungen der Notenbanksätze », mimeo
- Issing, Otmar** (1993), « Einführung in die Geldpolitik », 5. Auflage, Verlag Vahlen, München.
- (1998), « Monetary policy in EMU », discours du 6 octobre 1998, Washington D.C. (www.ecb.int)
- Mishkin, Frederic S.** (1998), « International Experiences With Different Monetary Policy Regimes », Institute for International Economic Studies, Stockholm University, Seminar Paper No. 648. (www.iies.su.se)

- Schächter, Andrea** (1999), « Die geldpolitische Konzeption und das Steuerungsverfahren der Deutschen Bundesbank: Implikationen für die Europäische Zentralbank », à paraître chez J.C.B. Mohr (Paul Siebeck), Tübingen.
- Svensson, Lars** (1999), « Price stability as a target for monetary policy: defining and maintaining price stability ». Intervention dans le cadre de la conférence de la Bundesbank sur le thème « The monetary transmission process », les 26 et 27 mars 1999.
- Taylor, John B.** (1998), « The Robustness and Efficiency of Monetary Policy Rules as Guidelines for Interest Rate Setting by the European Central Bank », Institute for International Economic Studies, Stockholm University, Seminar Paper No. 649. (www.iies.su.se)
- von Hagen, Jürgen** (1998), « Money Growth Targeting », Institute for International Economic Studies, Stockholm University, Seminar Paper No. 643. (www.iies.su.se)

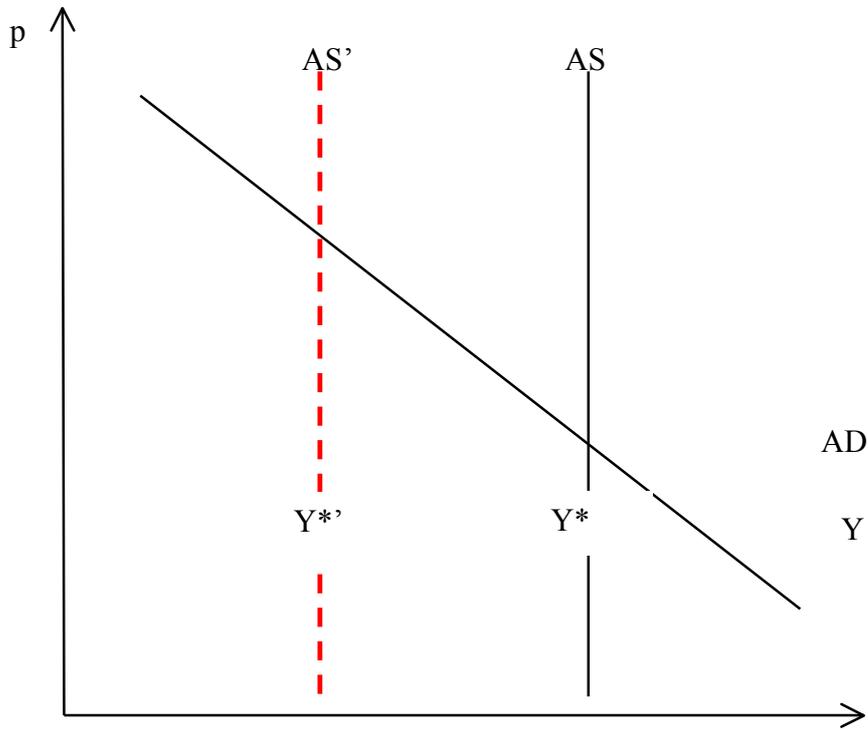
Graphique 1 : Choc de la demande
(analyse à court terme)



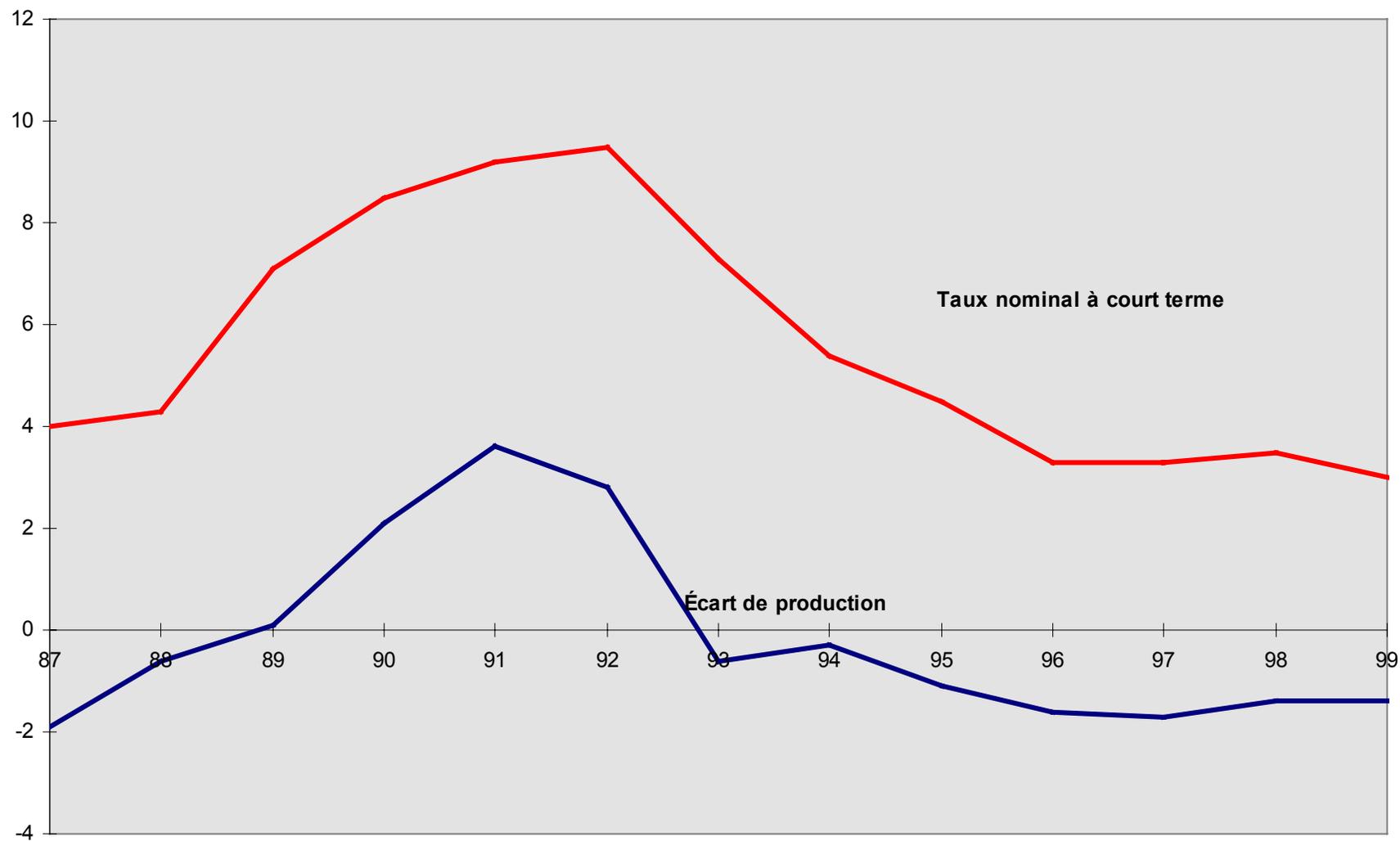
Graphique 2 : Choc de l'offre
(analyse à court terme)



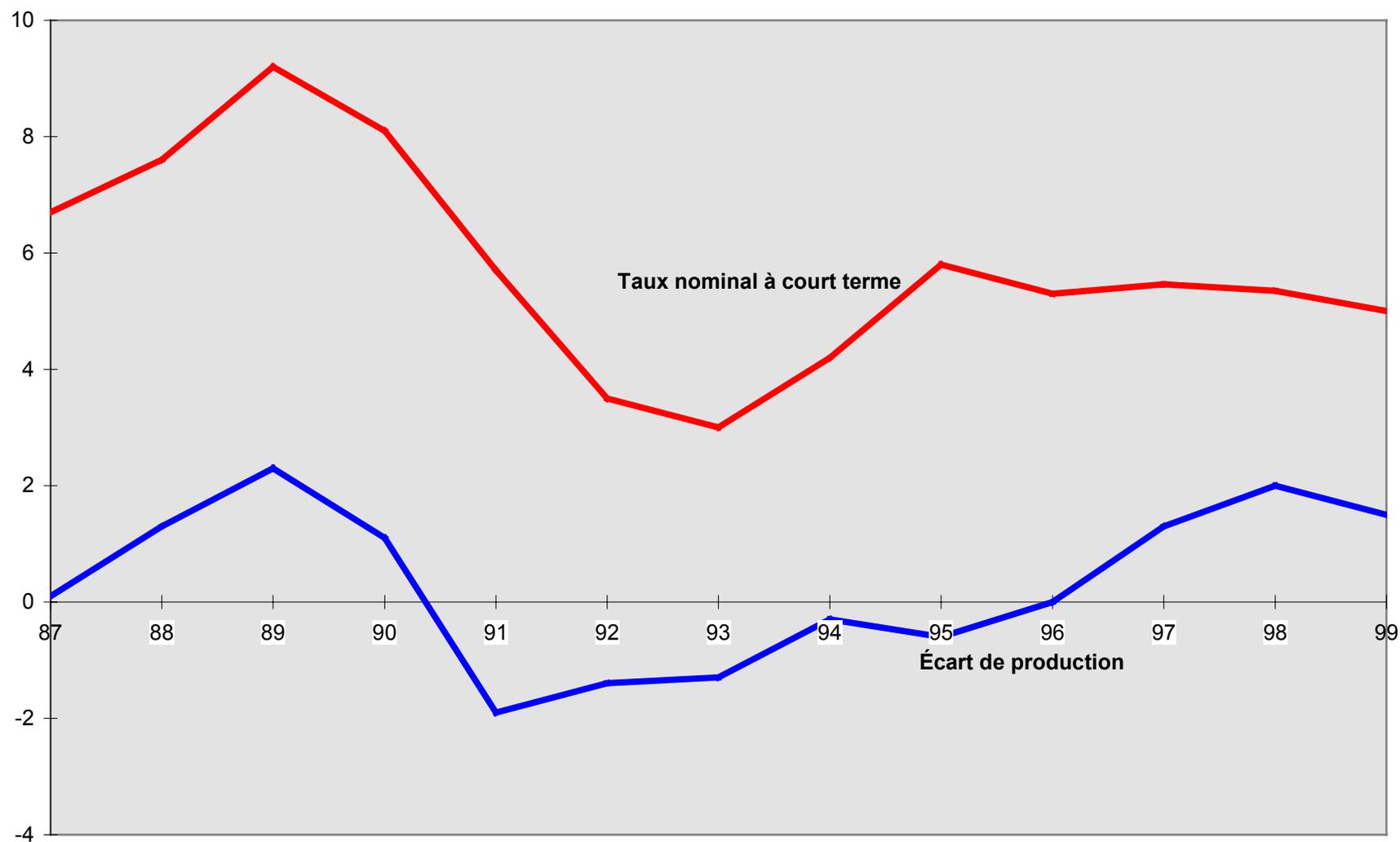
Graphique 3 : Choc de l'offre
(analyse à long terme)



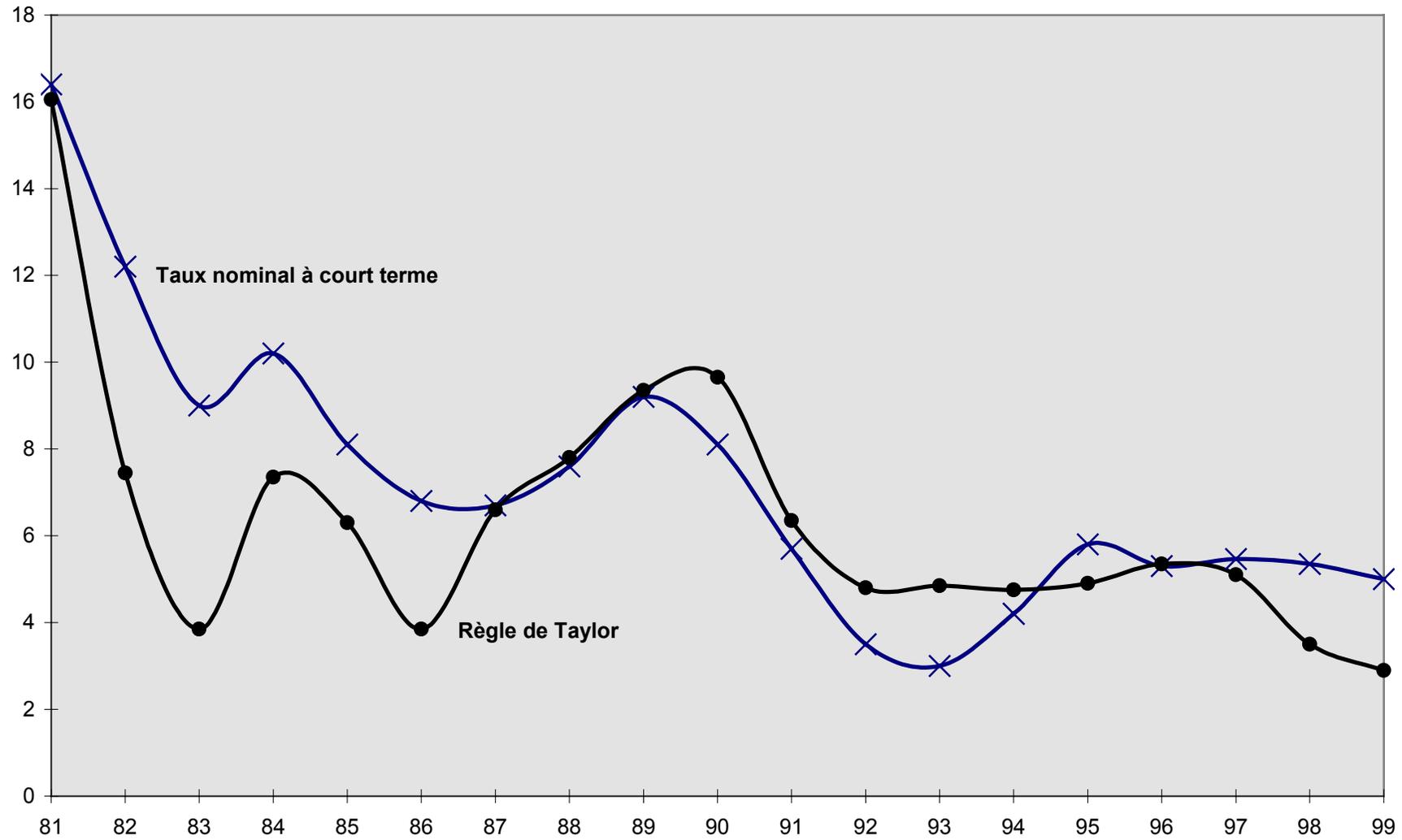
**Graphique 4 : Taux nominal à court terme et écart de production
Allemagne**



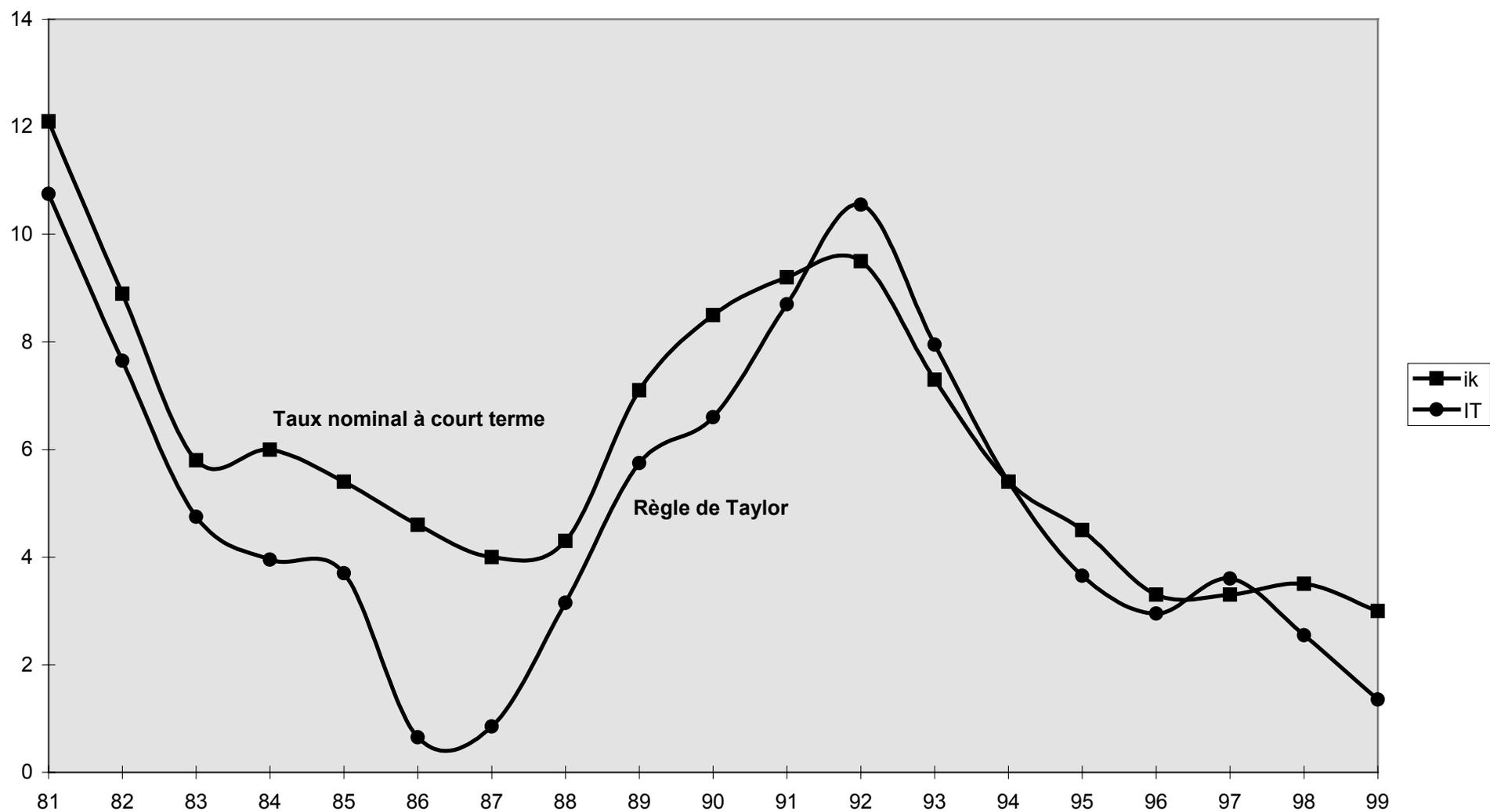
**Graphique 5 : Taux nominal à court terme et écart de production
États-Unis**



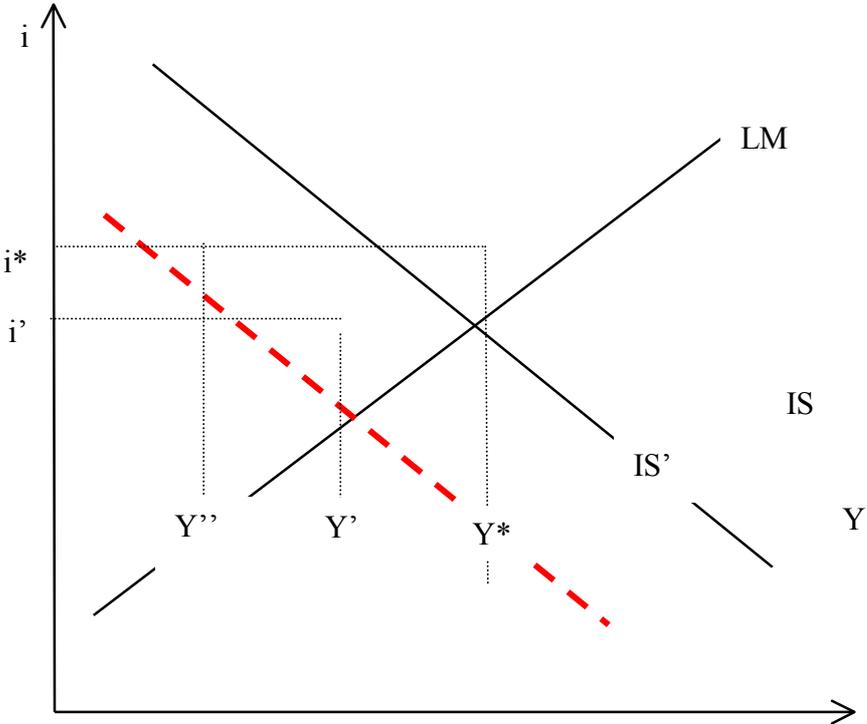
Graphique 6 : Règle de Taylor pour les États-Unis



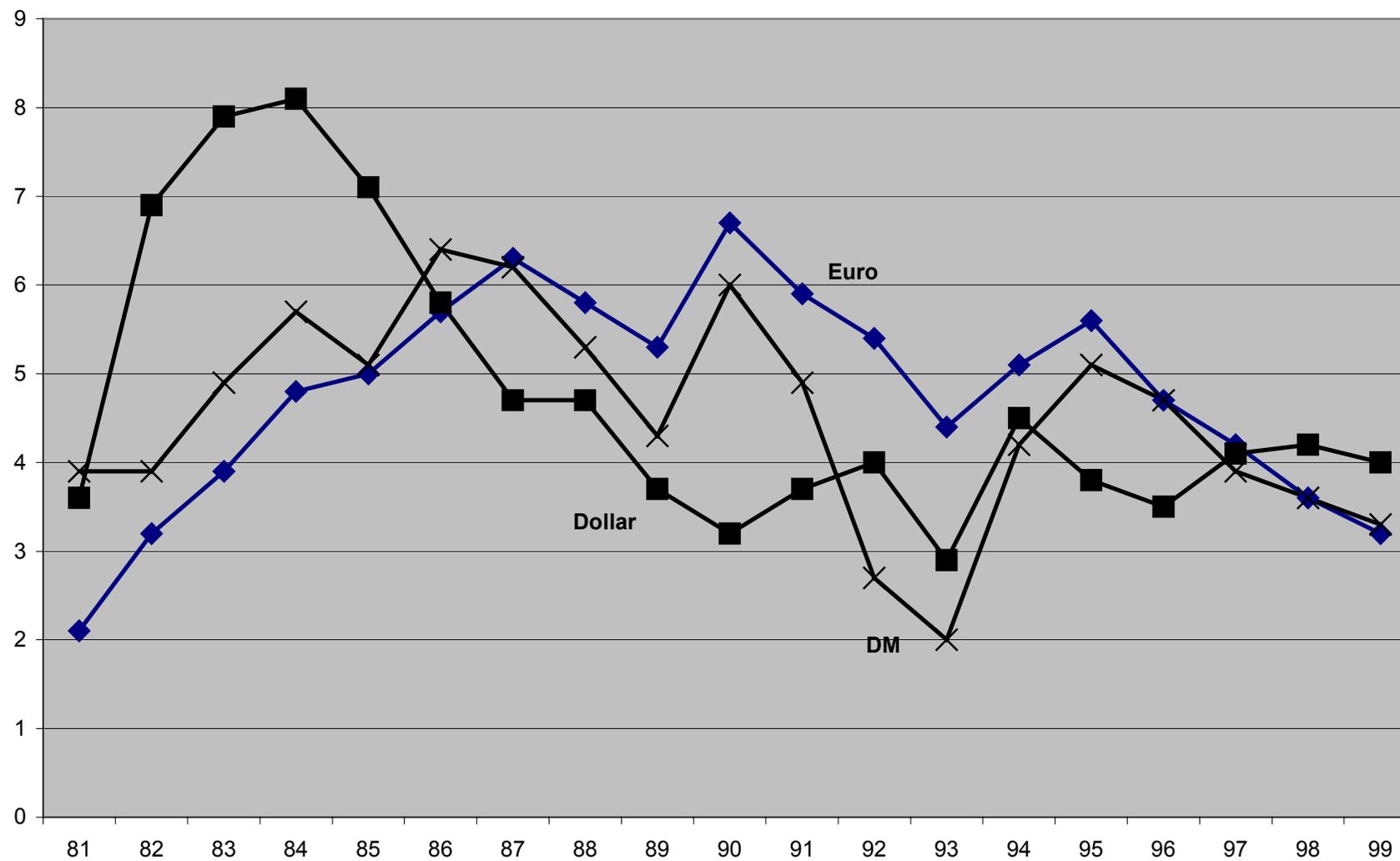
Graphique 7 : Règle de Taylor pour l'Allemagne
 (Taux d'inflation cible : 2 %, depuis 1997 : 1,5 % ; taux d'intérêt réel moyen : 2,5 %)



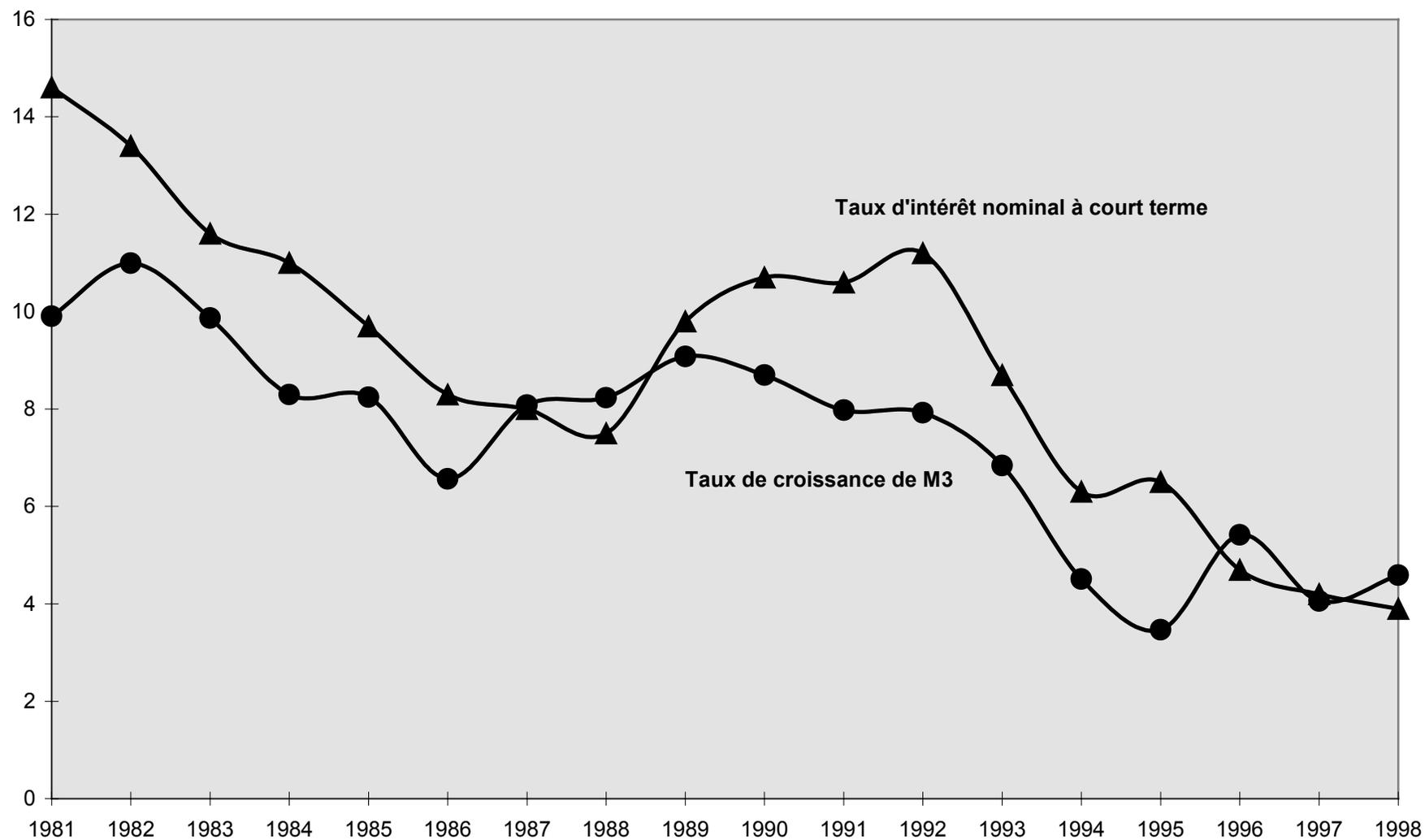
**Graphique 8 : Choc de la demande et taux d'intérêt
(modèle IS/LM)**

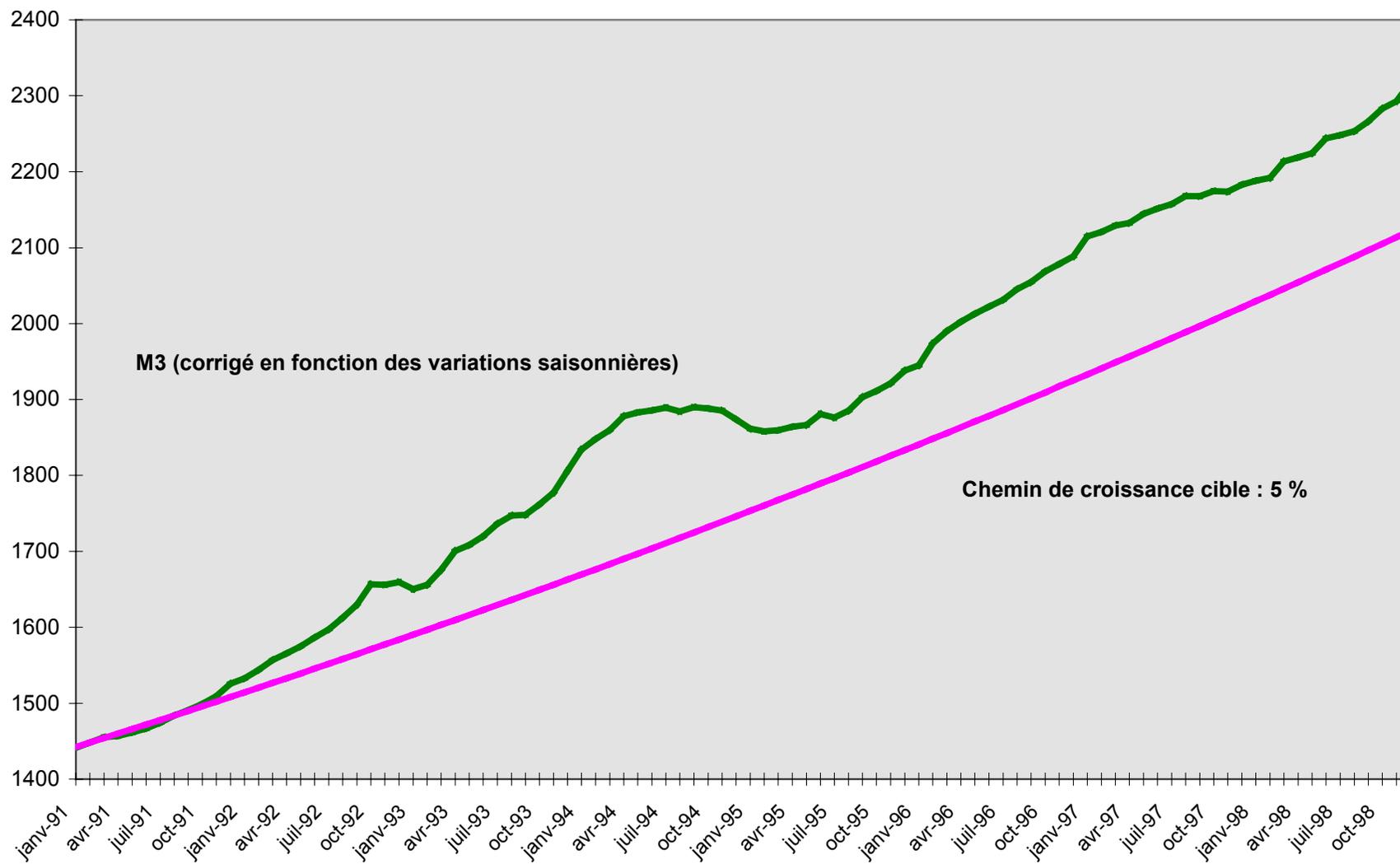


Graphique 9 : Taux d'intérêt réels à long terme

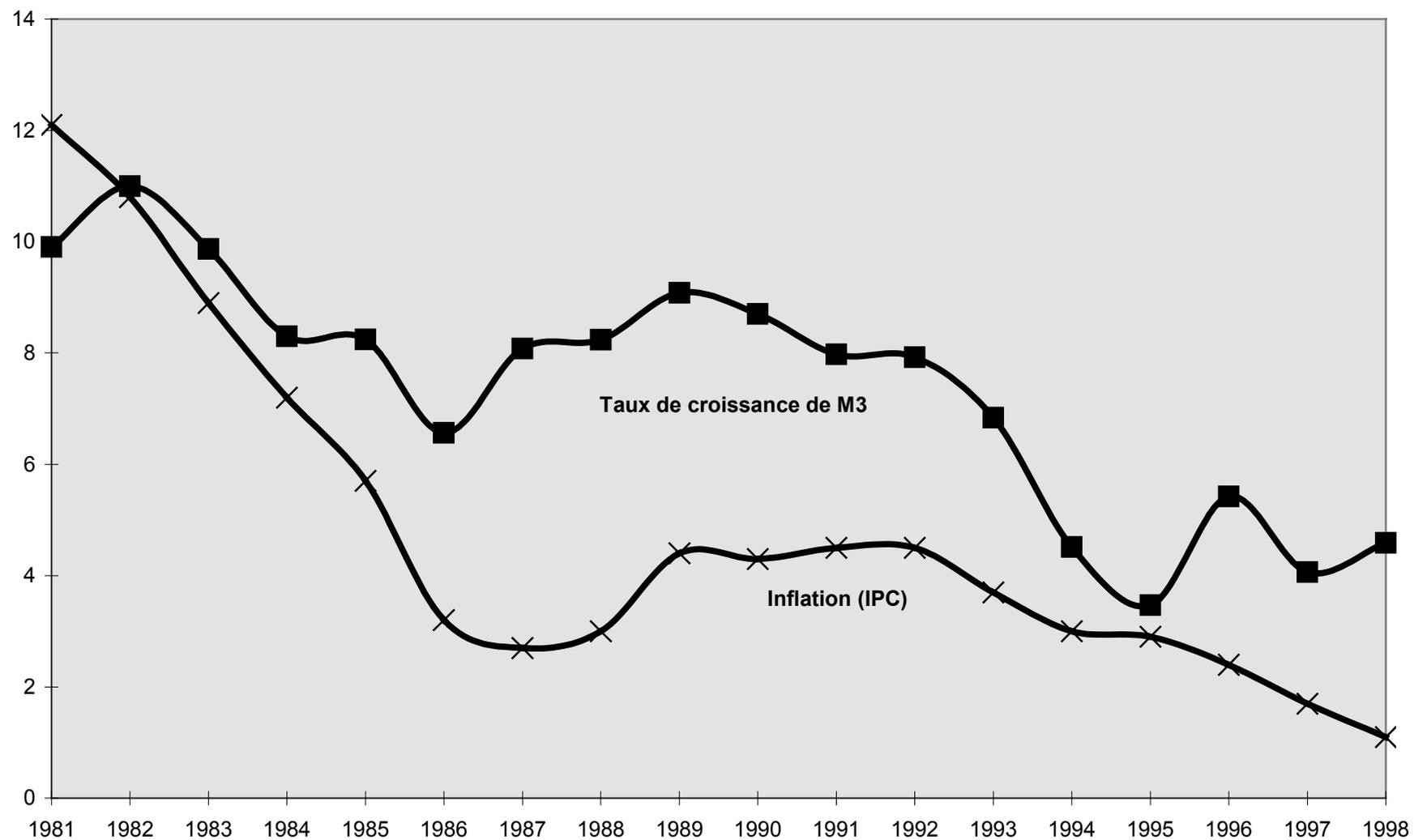


Graphique 10 : Agrégat monétaire large et taux d'intérêt à court terme - zone euro

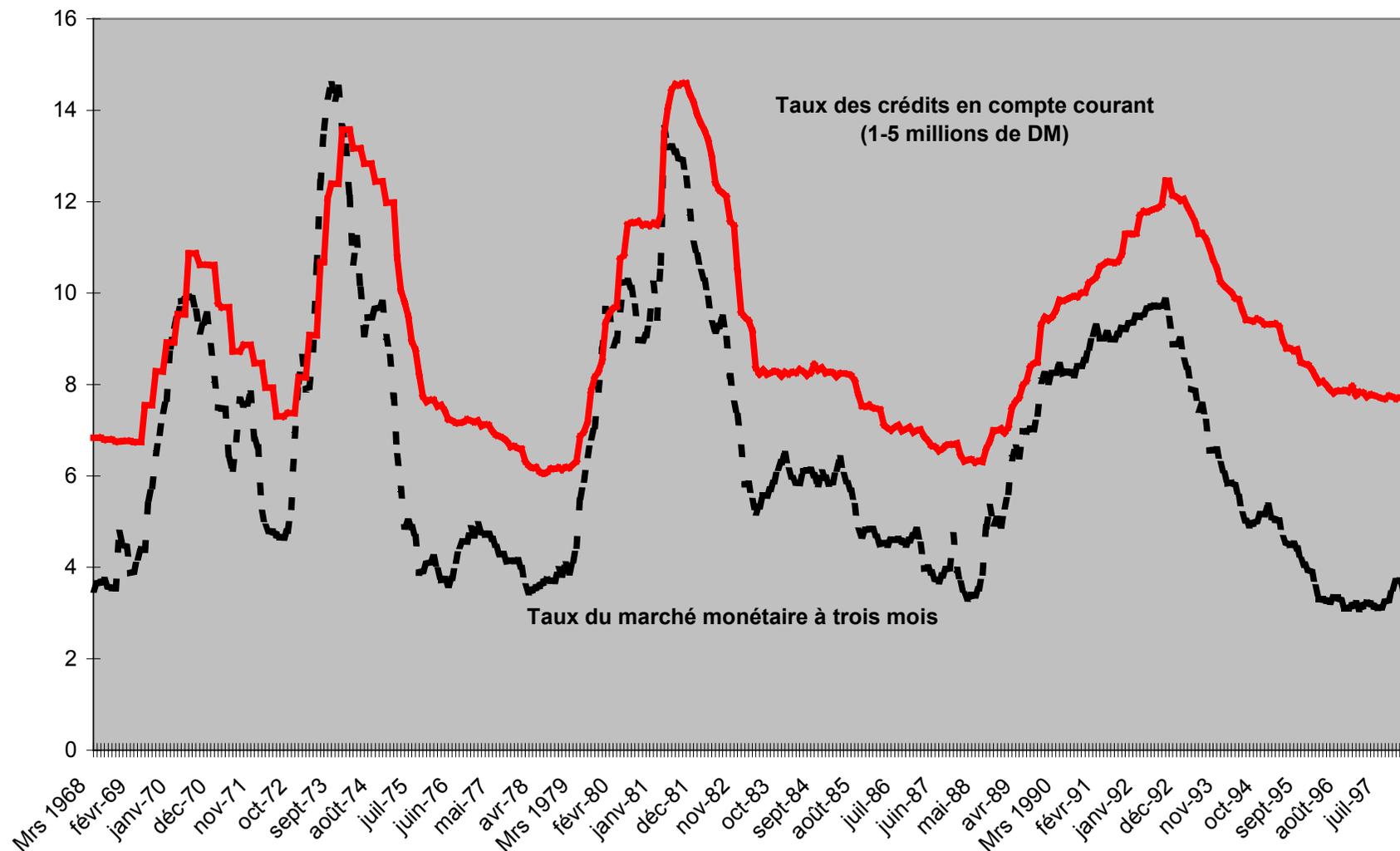


Graphique 11 : Objectif monétaire de la Bundesbank et M3 réel

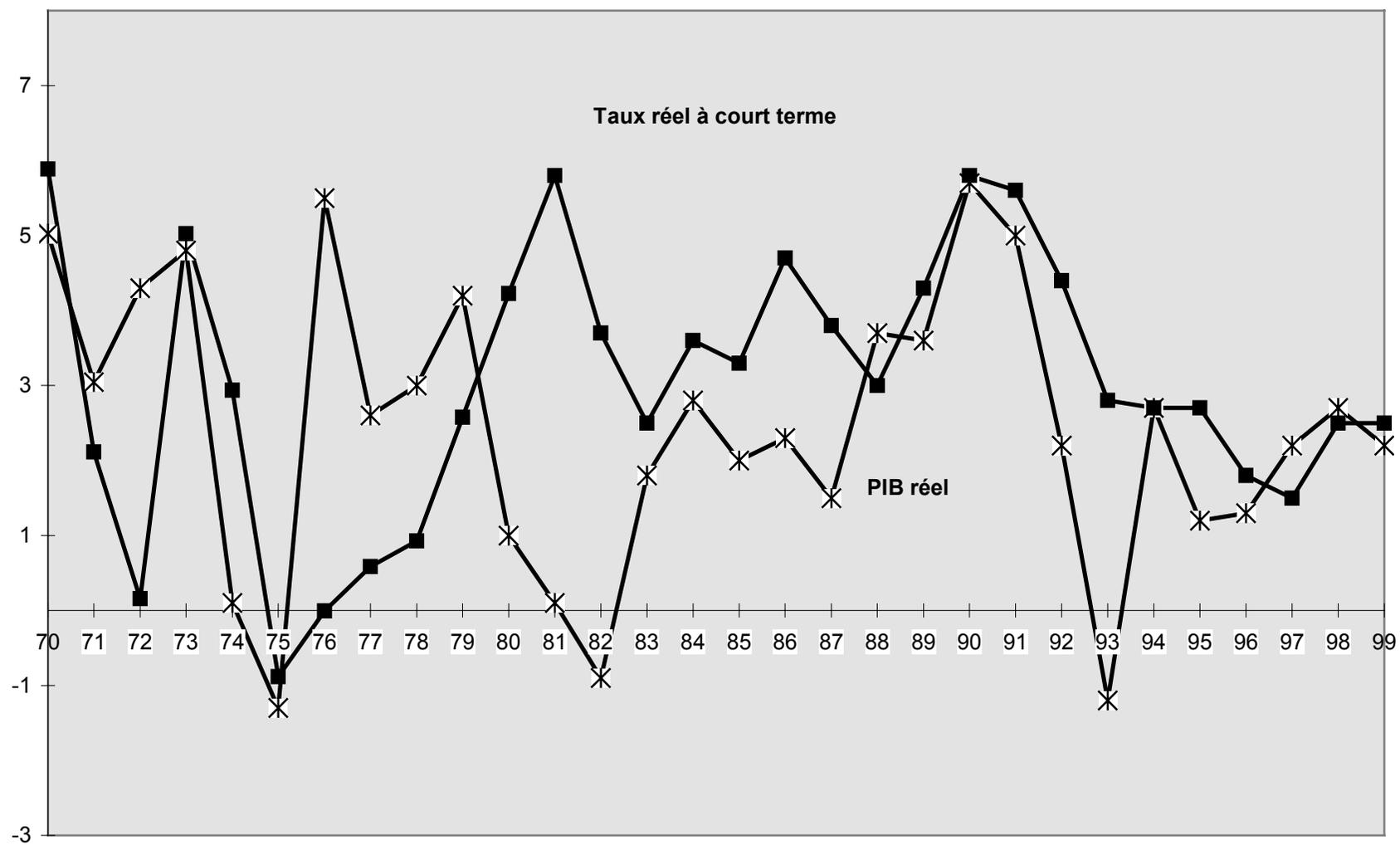
**Graphique 12 : Agrégat monétaire large et inflation
zone euro**



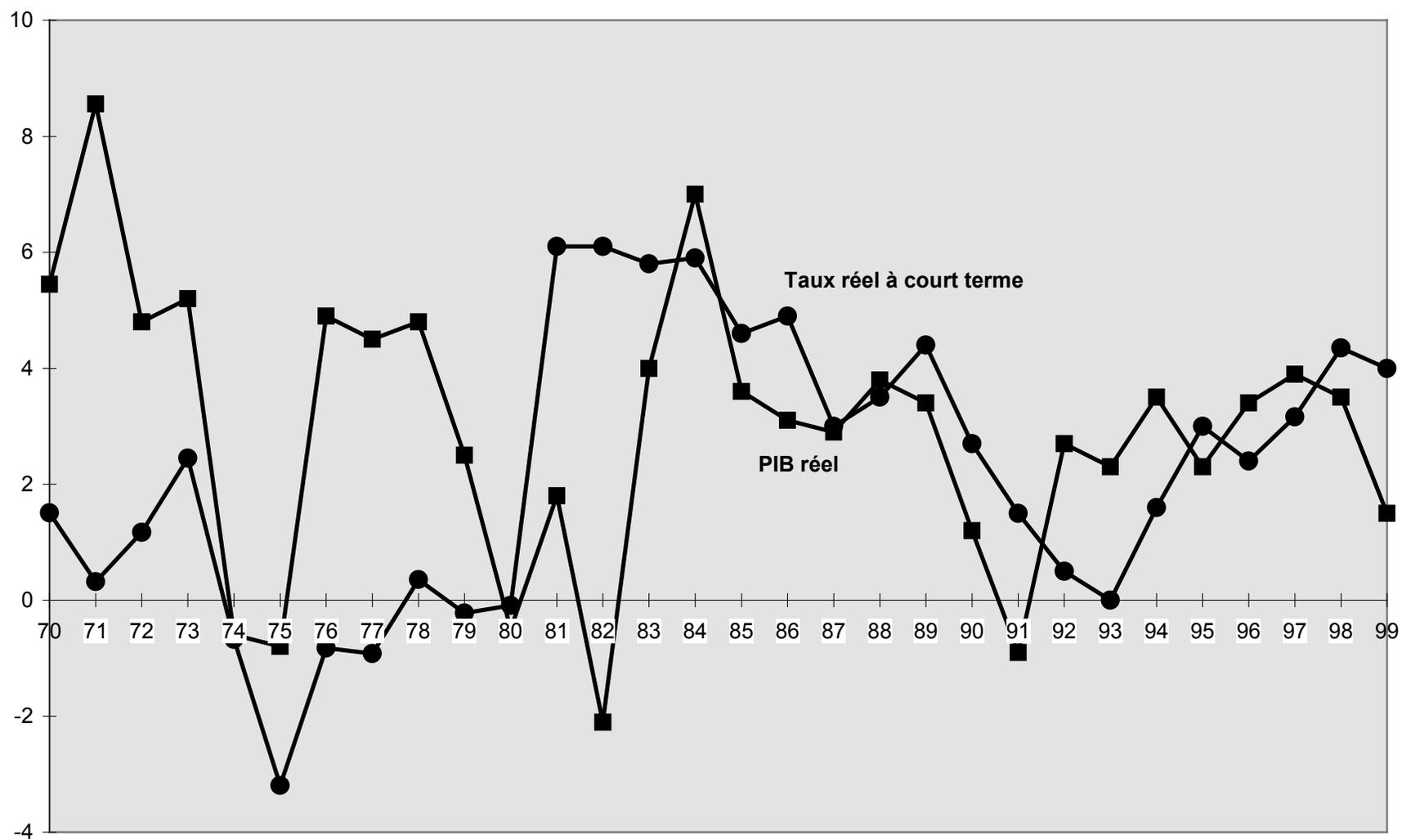
**Graphique 13 : Taux du marché monétaire et taux des prêts des banques commerciales
Allemagne**



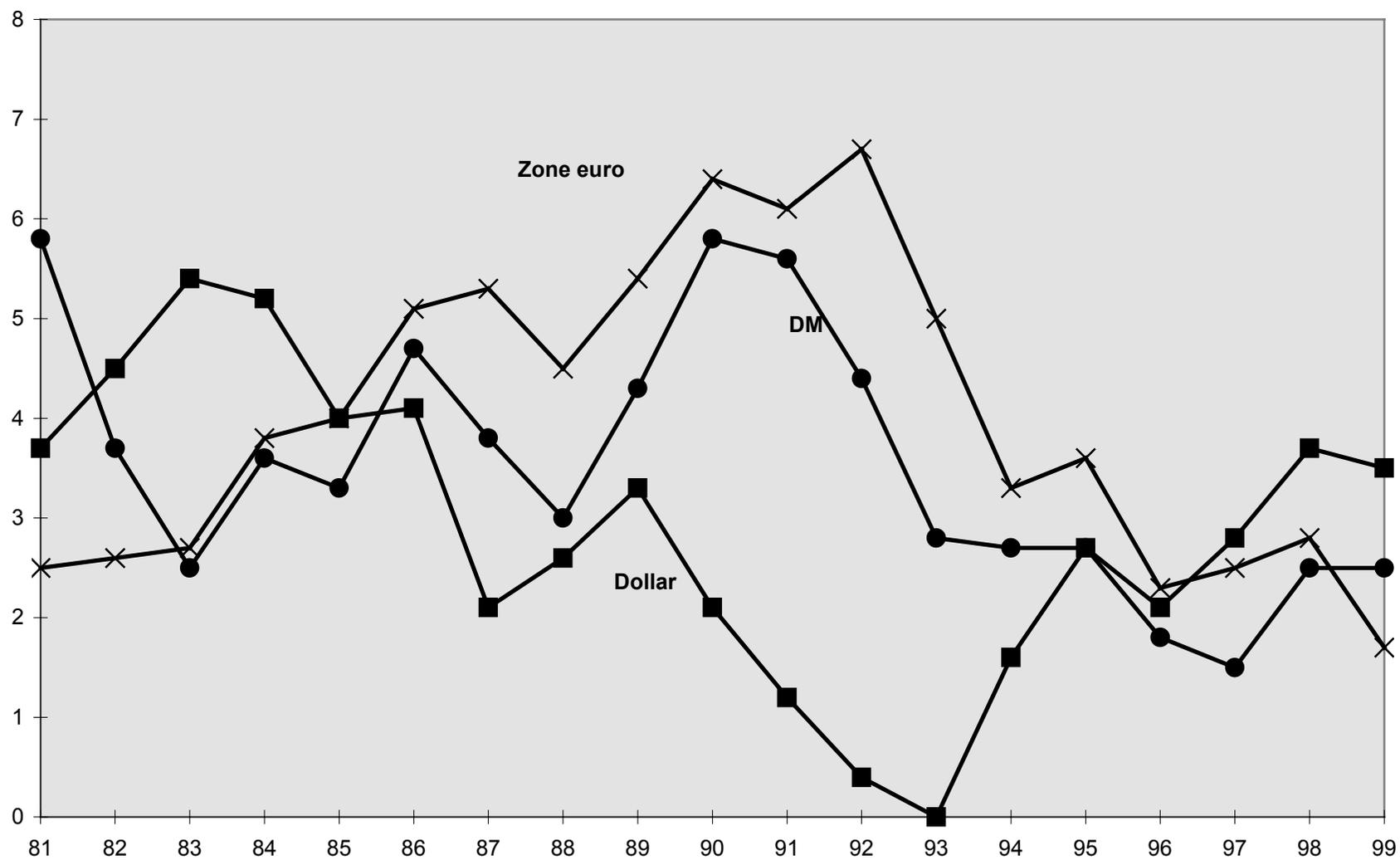
**Graphique 14 : Taux d'intérêt réels à court terme et PIB réel
Allemagne**



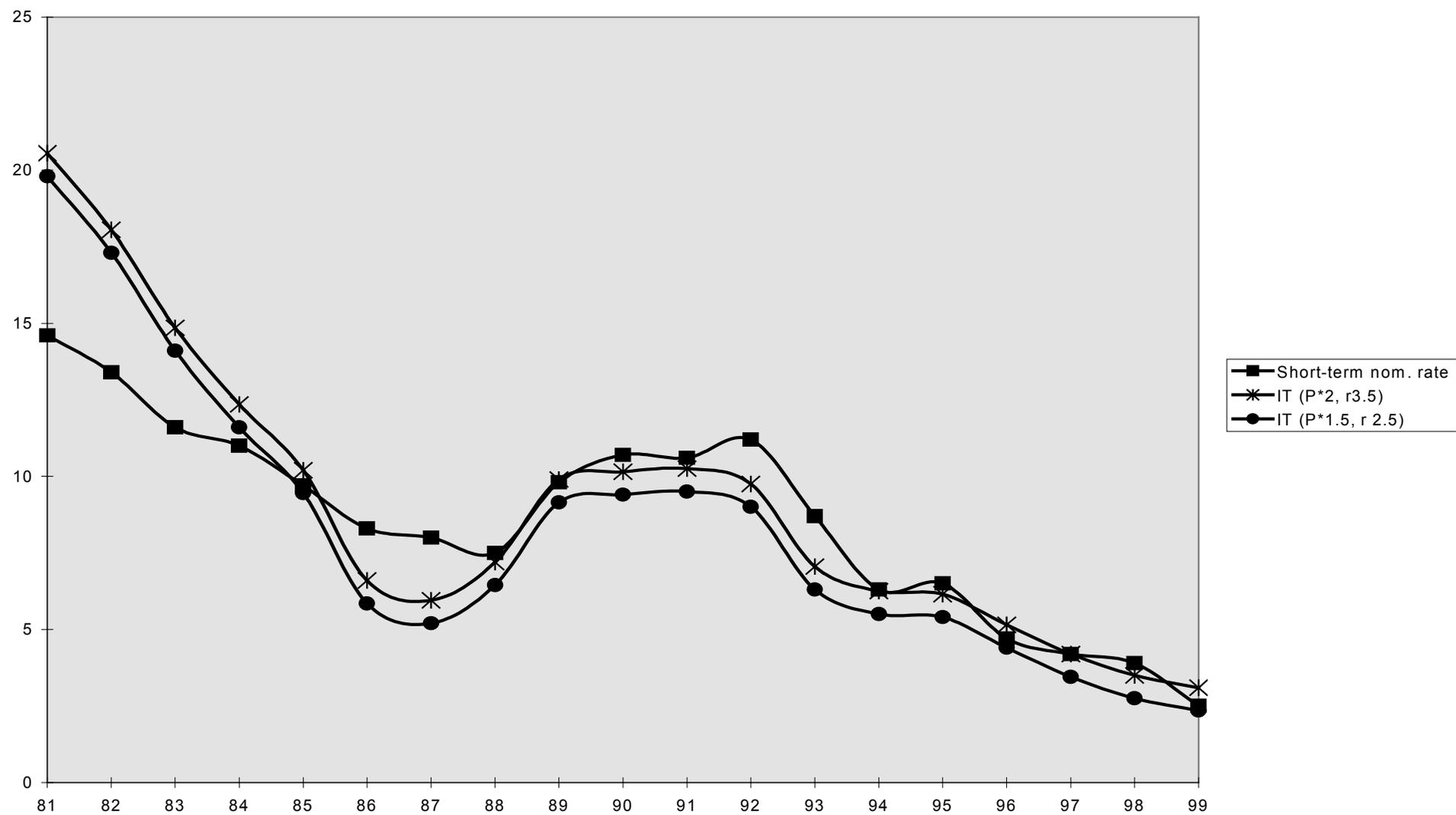
Graphique 15 : Taux d'intérêt réels à court terme et PIB réel
États-Unis

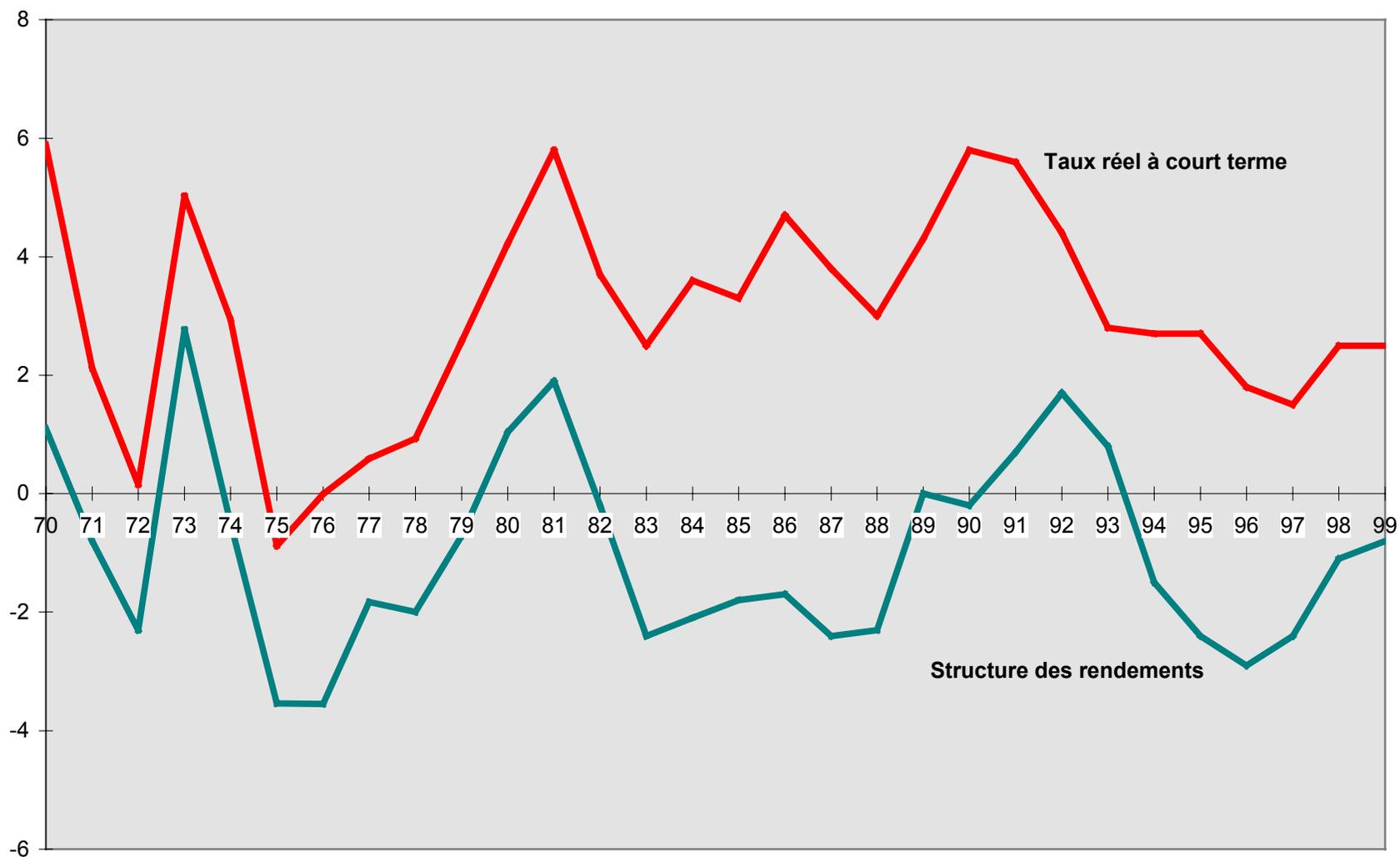


Graphique 16 : Taux d'intérêt réels à court terme

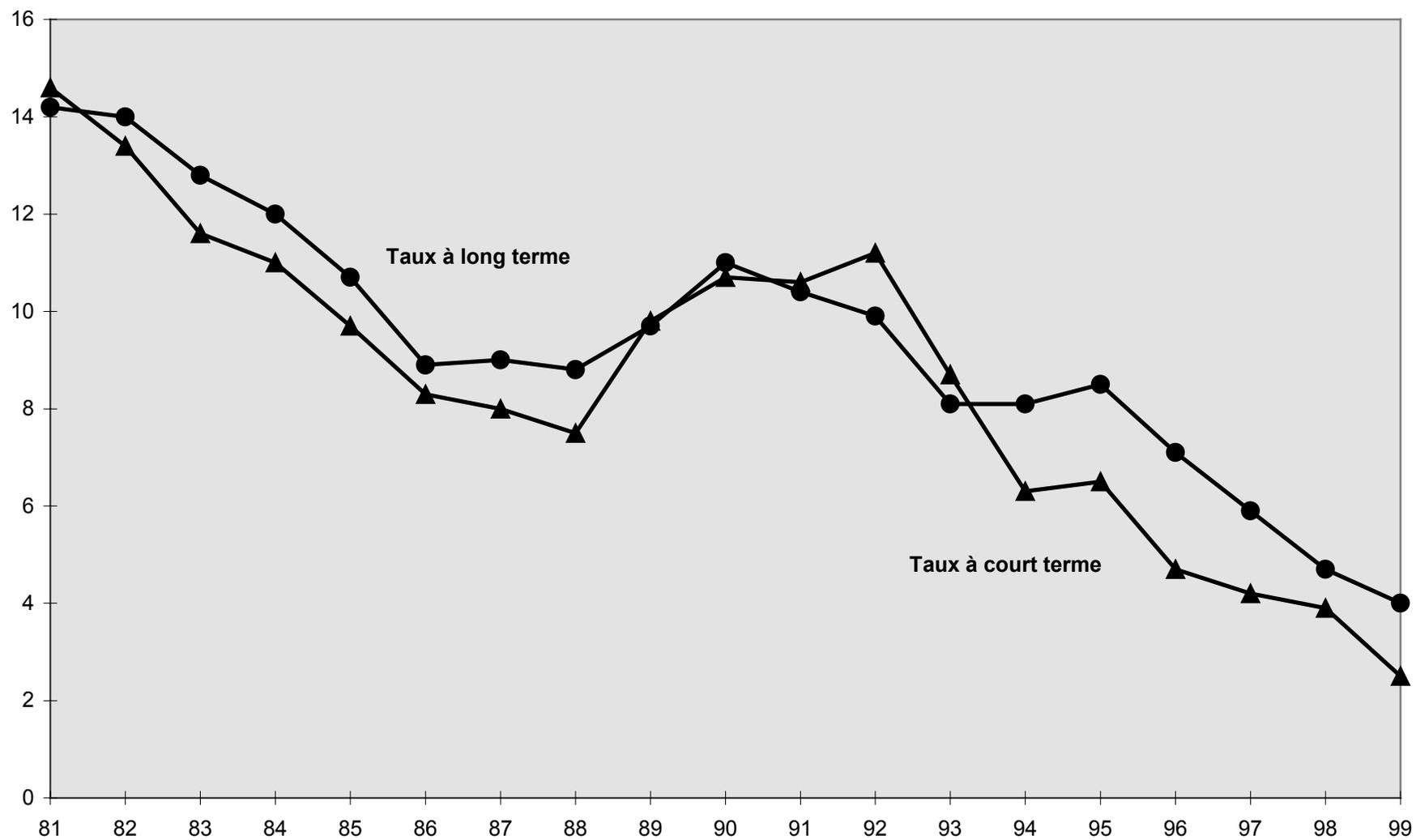


Graphique 17 : Règle de Taylor pour la zone euro



Graphique 18 : Taux réel à court terme et structure des rendements - Allemagne

**Graphique 19 : Taux nominaux à long terme et à court terme
zone euro**



Sources des données

Deutsche Bundesbank, Rapports mensuels et CD-Rom

Banque centrale européenne, Bulletins mensuels

Federal Reserve Board, Internet (www.frb.fed.us)

OCDE, Perspectives économiques 1998 II et autres questions

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Rapport annuel

Publications récentes de la Série Affaires économiques

Labour Costs and Wage Policy within EMU

(ECON-111, avril 1999, EN, résumé/conclusions toutes langues)

La transmission de la politique monétaire dans la zone euro

(ECON-110, avril 1999, EN, résumé/conclusions toutes langues)

Forecasting budgetary deficits

(ECON-109, avril 1999, EN, résumé/conclusions toutes langues)

The Feasibility of an International ‘Tobin Tax’

(ECON-107, mars 1999, EN, résumé/conclusions toutes langues)

UEM: Relations entre les "participants" et les "non participants"

(ECON-106, octobre 1998, EN, résumé/conclusions toutes langues)

Tax Competition in the European Union

(ECON-105, octobre 1998, DE/EN/FR, résumé/conclusions toutes langues)

Adjustment to Asymmetric Shocks

(ECON-104, septembre 1998, DE/EN/FR, résumé/conclusions toutes langues)

Les conséquences sociales des modifications des taux de la TVA

(ECON-103, avril 1998, DE/EN/FR)

Le rôle international de l'EURO

(ECON-101, mars 1998, DE/EN/FR, résumé toutes langues)

La surveillance dans le cadre de l'UEM

(ECON-102, février 1998, DE/EN/FR, résumé toutes langues)

Les conséquences économiques et sociales du « duty free » à l'intérieur de l'UE *(W-30, octobre 1997, DE/EN/FR – résumé toutes langues)*

La coordination des politiques fiscales dans le contexte de l'Union monétaire
(E-6, octobre 1996, DE/EN/FR)

The Impact of VAT and Intrastat obligations on SMEs
(W-25, mai 1996, EN/FR/NL - résumé W-24 toutes langues)

EMU and the Outsiders
(W-23, mai 1996, EN)

Instruments financiers dérivés
(E-4, avril 1995, EN/FR)

Options pour un système définitif de la TVA
(E-5, octobre 1995, DE/EN/FR – résumé en DA/EN/EL/ES/IT/NL/PT)

The impact of exchange rate fluctuations on the European Community trade
(E-3, juillet 1994, EN - résumé DE/EN/FR)